

# Lecciones de la crisis rusa para enfrentar la crisis Financiera Global<sup>1</sup>

PAUL CASTILLO\* Y JAVIER PEREDA\*\*

**Este artículo busca extraer lecciones de política a partir de la experiencia obtenida de la crisis rusa de 1998 que permitan enfrentar con éxito a la crisis actual.**

Al igual que en 1998, el Perú enfrenta hoy un entorno internacional adverso, caracterizado por una caída abrupta en nuestros precios de exportación, menores flujos de capital para el financiamiento de proyectos de inversión, e incertidumbre en los mercados cambiarios y monetarios domésticos.

\* Subgerente de Diseño de Política Monetaria del BCRP, PhD London School of Economics.

\*\* Especialista Senior de Política Monetaria del BCRP, MSc London School of Economics.

<sup>1</sup> Este artículo está basado en la ponencia "La política monetaria durante los primeros días de la crisis rusa" presentada en el XXVI Encuentro de Economistas del BCRP, ESAN, Noviembre de 2008. Las opiniones son de exclusiva responsabilidad de los autores.

**INTRODUCCIÓN**

La crisis rusa se inicia el 17 agosto de 1998 luego de que el gobierno de ese país anunciara la moratoria a los pagos de su deuda externa y la devaluación del Rublo en más de 50 por ciento. Esta decisión generó una fuerte contracción de las líneas de financiamiento a los países emergentes, incluido el Perú, por el temor de que otros países sigan esta misma estrategia. Como resultado, el crédito bancario colapsó generando un fuerte ajuste macroeconómico que se tradujo en una caída en la actividad económica, una depreciación del tipo de cambio real de cerca de 20 por ciento y un proceso de consolidación del sistema financiero que incluyó la quiebra de algunas instituciones financieras y la fusión o reestructuración de otras.

En el período anterior a la crisis el Perú había realizado avances significativos en materia monetaria, fiscal, y regulatoria que permitieron, por un lado que la inflación se redujera a niveles por debajo de 5 por ciento, y que el Banco Central (BCRP) acumulara un importante nivel de reservas internacionales (RIN), y por otro que el Tesoro Público generara una importante monto de ahorros en el sistema financiero.

Sin embargo, al momento de la crisis algunas debilidades estructurales persistían. Una de las mayores fue el alto nivel de dolarización financiera de la economía (superior al 80 por ciento) que afectaba principalmente a las empresas, familias e instituciones financieras generando una elevada exposición al riesgo cambiario. Otra fue el *boom* crediticio previo a la crisis, que generó también un rápido e importante crecimiento de pasivos de corto plazo de los bancos con el exterior que incrementaron la vulnerabilidad del sistema financiero a la salida de capitales y que durante la crisis, generó una fuerte aversión a prestar en los bancos<sup>2</sup>, que de acuerdo a Berróspide y Dorich (2002)<sup>3</sup>, entre 1998 y 2002 se tradujo en un *credit crunch*, a pesar de la buena disponibilidad de liquidez de los bancos. (Ver gráfico 1).

No obstante, la magnitud de la crisis y las debilidades antes mencionadas, el impacto de la crisis rusa se pudo absorber con relativo éxito si se compara la experiencia peruana con la de otras economías de la región. En términos de crecimiento, el PBI del Perú se redujo menos que en Argentina, Chile y Colombia, y el impacto sobre el sector externo se tradujo también en un menor déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. Así, el PBI del Perú se redujo en promedio en 2,8 puntos porcentuales en el periodo 1991-1997 comparado con el periodo 1999-2002 (de 5,3 a 2,5 por ciento promedio), mientras que en Chile y Colombia esta reversión fue de 6,2 por ciento y 3,5 por ciento, respectivamente. (Ver cuadro 1).

Barco y Castillo (2008)<sup>4</sup>, señalan que este resultado es consecuencia tanto de las respuestas de política económica implementadas por el Perú, así como de las condiciones iniciales de la economía peruana. En particular del adecuado uso de las RIN y la sólida posición fiscal, que permitieron al Banco Central, garantizar la estabilidad de precios, reducir la volatilidad en el mercado cambiario y mantener niveles adecuados de liquidez del sistema financiero; y al fisco implementar una política contracíclica, que compensó parcialmente el impacto de la crisis en la demanda agregada.

**MANEJO MONETARIO DEL BCRP EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS RUSA**

En el caso particular de la política monetaria, el BCRP tuvo que enfrentar tres importantes retos durante los primeros días de la crisis rusa:

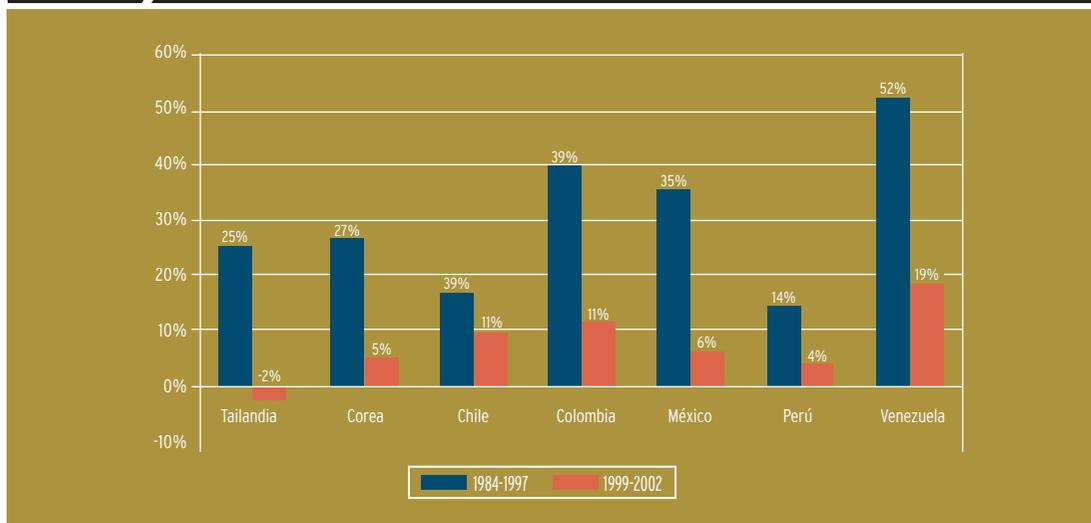
- Cambio de portafolio de los agentes hacia posiciones largas en moneda extranjera (dolarización de activos), que presionaron al alza al tipo de cambio y a una mayor demanda de liquidez en moneda nacional del sistema financiero.
- Un proceso de *flight to quality* (fuga en busca de seguridad) en el sistema financiero, que redujo la liquidez

Pais	PBI			Inversión			Cuenta Corriente			TCR
	(Cambio anual promedio %)			(Cambio anual promedio %)			(por ciento del PBI)			(Depreciación)
	1991-1997	1999-2002	Reversión	1991-1997	1999-2002	Reversión	II-1998	IV-2002	Reversión	Dic02/Jun98
Argentina	6,1	-4,9	-10,9	14,8	-17,9	-32,7	-4,7	8,9	13,6	185,3
Brasil	3,1	2,0	-1,1	4,3	0,1	-4,2	-3,9	-1,7	4,2	151,0
Chile	8,3	2,2	-6,2	13,7	-5,0	-18,8	-6,5	-1,3	5,2	47,5
Colombia	4,0	0,4	-3,5	9,3	-2,2	-11,5	-6,5	-1,8	4,7	61,2
Mexico	2,8	2,7	-0,1	6,9	1,6	-5,3	-3,0	-2,2	0,8	-13,9
Peru	5,3	2,5	-2,8	11,5	-6,5	-18,0	-7,0	-2,0	5,0	22,4
Venezuela	3,4	-2,2	-5,6	18,5	-4,8	-23,4	-2,5	9,2	11,7	20,3
<b>Promedio</b>	<b>4,7</b>	<b>0,4</b>	<b>-4,3</b>	<b>11,3</b>	<b>-5,0</b>	<b>-16,3</b>	<b>-4,9</b>	<b>1,3</b>	<b>6,5</b>	<b>67,7</b>

FUENTE: BANCOS CENTRALES DIVERSOS

<sup>2</sup> Orrego, Fabrizio (2009). "Una nota sobre el crecimiento del crédito al sector privado en el Perú", Documento de Trabajo N° 2009-002, BCRP, enero.  
<sup>3</sup> Berróspide, José y Dorich, José (2002), "Aspectos microeconómicos de la restricción crediticia en el Perú: 1997-2000" Revista de Estudios Económicos N° 8 BCRP, junio.  
<sup>4</sup> Castillo, Paul y Daniel Barco (2008) "Enfrentando salidas inesperadas de capital: Lecciones de política de la experiencia peruana de los años 90s". Documento de Trabajo N° 2008-002, BCRP, Enero.

**GRÁFICO 1** ■ Evolución del crédito al sector privado  
(Tasas de crecimiento promedio)



de algunas instituciones financieras pequeñas.

- Reducción del financiamiento de corto plazo con el exterior de las entidades financieras (adeudados del exterior), lo que generó presiones en la liquidez en moneda extranjera de los bancos.

Ante estos choques el BCRP dictó las siguientes acciones de política monetaria. (También ver Cuadro 2 y Gráfico 2 y 3)

**Para enfrentar choques de liquidez en soles:**

Agosto - Setiembre de 1998: el Banco Central no validó las expectativas depreciatorias en el mercado cambiario, para ello limitó la expansión de liquidez en soles y permitió un incremento importante de la tasa de interés interbancaria que alcanzó niveles superiores a 60 por ciento por unos días. La principal fuente de inyección de liquidez en setiembre fueron los *swap* de moneda

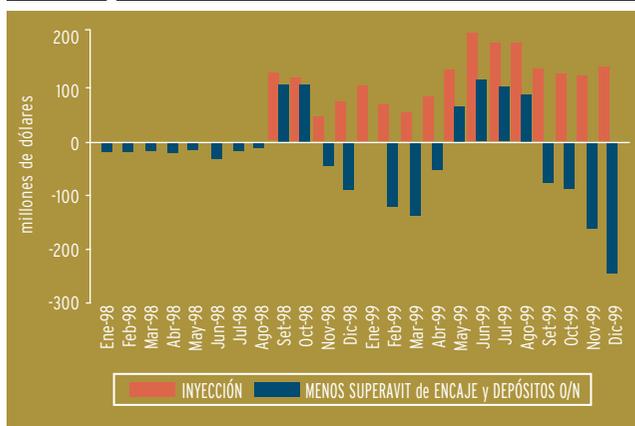
extranjera, debido a que el saldo de CDBCRP de la banca era mínimo lo que no permitía las operaciones repo. Luego, el BCRP intervino en el mercado cambiario *spot* a través de la venta de moneda extranjera por US\$ 82,6 millones del 8 al 11 setiembre de 1998.

Octubre - Diciembre 1998: el Banco Central en octubre restringió el acceso a la liquidez de los bancos. No se realizaron operaciones de Créditos de Regulación Monetaria (CRM), ni repo y sólo se inyectaron S/. 4 millones por operaciones *swap* de moneda extranjera. En diciembre se autorizaron las subastas de depósitos del Banco de la Nación (BN) como instrumento de regulación monetaria. Este instrumento permitió el acceso a la liquidez del BCRP a los bancos que no lograron acceder al CRM por haber alcanzado los límites de esta facilidad. Con estas medidas la tasa interbancaria en soles regresó

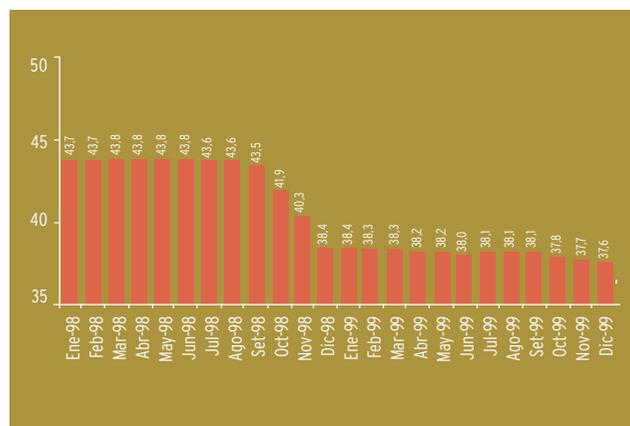
**CUADRO 2** ■ Facilidades de inyección de liquidez del BCRP  
(Saldo promedio diario, en millones)

	Instrumentos en dólares				Instrumentos en soles				
	CRM mill. US\$	Subasta BN mill. US\$	Compra BTP D.S. 114	Total mill. US\$	Swaps directos mill. S/.	Repo mill. S/.	CRM mill. S/.	Subasta BN mill. S/.	Total mill. S/.
Set-98	133			133	34	0	12		46
Oct-98	121			121	4	0	0		4
Nov-98	43			43	19	17	2		38
Dic-98	14	42	19	76	40	22	12	18	92
Ene-99	20	29	58	107	5	23	11	0	38
Feb-99	0	19	48	67	24	79	21	9	133
Mar-99	1	25	29	55	43	2	0	3	48
Abr-99	0	28	56	84	1	8	4	2	15
May-99	0	52	83	135	0	15	2	0	18
Jun-99	0	92	112	205	2	60	1	0	62
Jul-99	0	73	113	186	0	0	0	0	0
Ago-99	0	72	114	187	0	14	0	0	14
Set-99	0	27	113	140	3	5	0	0	8
Oct-99	0	22	107	130	19	0	0	0	19
Nov-99	0	20	103	123	3	26	0	0	30
Dic-99	9	43	88	140	1	25	0	0	27

**GRÁFICO 2** Inyección de liquidez en ME a las empresas bancarias (Saldo promedio diario)



**GRÁFICO 3** Encaje medio de ME de las empresas bancarias (Porcentaje)



hacia fines de 1998 a los niveles pre-crisis rusa, por debajo de 20 por ciento.

**Frente a otros choques de liquidez en dólares:**

Setiembre 1998: se abrió la ventanilla de descuento en dólares para satisfacer la demanda por liquidez en moneda extranjera generada por la salida de capitales de corto plazo. Hasta antes de esta fecha, el BCRP no disponía de instrumentos de inyección en dólares, con la excepción de la venta de moneda extranjera o reducción de la tasa de encaje.

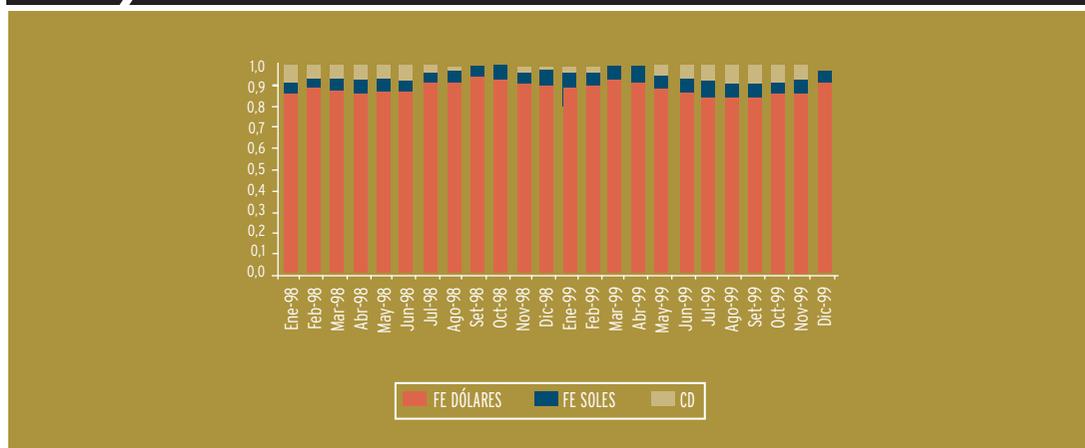
Octubre 1998 - Diciembre 1998: se redujo la tasa de encaje medio en moneda extranjera en 4,5 puntos porcentuales (en reducciones de 1,5 puntos mensuales), pasando de 43,5 por ciento en setiembre a 38,3 por ciento en diciembre. (Ver Gráfico 3)

Con esta medida se liberaron recursos por US\$ 420 millones. Los elevados niveles de fondos de encaje en moneda extranjera de las empresas bancarias con relación a sus fondos de encaje en moneda doméstica y sus

tenencias de Certificados del Banco Central, convertían a la medida de reducción del encaje como la más viable para inyectar recursos significativos al sistema. (Ver Gráfico 4). Al igual que en soles, en diciembre de 1998 se crea la subasta de depósitos en dólares del BN a la que pueden acceder los bancos como instrumento de regulación monetaria y el BCRP realiza compras temporales directas con compromiso de recompra (repos en dólares) de los bonos del Tesoro D.S. 114-98 emitidos por el gobierno a cambio de la cartera de colocaciones de los bancos con problemas de liquidez.

Estas acciones de política monetaria permitieron restaurar los niveles de liquidez del sistema tanto en moneda nacional como en moneda extranjera, revertir el incremento inicial de la tasa de interés interbancaria, y aminorar el impacto de la salida de capitales en la evolución del crédito bancario. Dos factores fueron fundamentales en la capacidad del Banco Central para implementar sus respuestas de política a) la existencia de un alto nivel de liquidez de reservas internacionales, y b)

**GRÁFICO 4** Fondos de encaje y CDBCRP de las empresas bancarias (Participación de los fondos de encaje y activos líquidos en el total: 1 = 100 por ciento)



la disponibilidad de colaterales líquidos por parte de los bancos. (Ver Gráficos 5 y 6).

Las reservas internacionales le permitieron al Banco Central inyectar liquidez en moneda extranjera a través de varios mecanismos: i) ventas directas de moneda extranjera; ii) reducciones en la tasa de encaje medio; iii) redescuentos en moneda extranjera; iv) compra temporal de bonos del Tesoro D.S. 114-98.

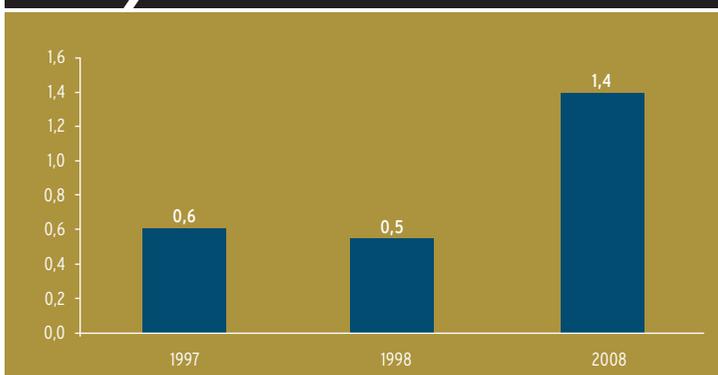
Sin reservas internacionales el Banco Central no hubiese podido contrarrestar el impacto negativo de la salida abrupta de capitales del sistema financiero en la liquidez del sistema financiero, lo que hubiera contribuido a amplificar el impacto de la crisis, haciendo más probable corridas bancarias y un mayor número de quiebras de entidades financieras.

Otro factor crítico en la implementación de la política monetaria del BCRP fue la disponibilidad de colaterales líquidos en poder de los bancos necesarios para que el Banco Central pueda inyectar liquidez en soles. La falta de colaterales líquidos por algunos bancos, agudizó la desigual distribución de liquidez en el mercado interbancario en soles que se tradujo en un incremento de la brecha entre la tasa interbancaria máxima y la tasa

mínima que alcanzó su máximo en octubre de 1998. Otro factor, que limitó la efectividad de las medidas de política monetaria fue la alta aversión al riesgo para prestar que se generó en los bancos, como consecuencia de la rápida reversión del proceso de boom crediticio generado durante el periodo pre-crisis. Estos factores, limitaron el efecto amortiguador de las operaciones de inyección de liquidez del BCRP en la evolución del crédito bancario.

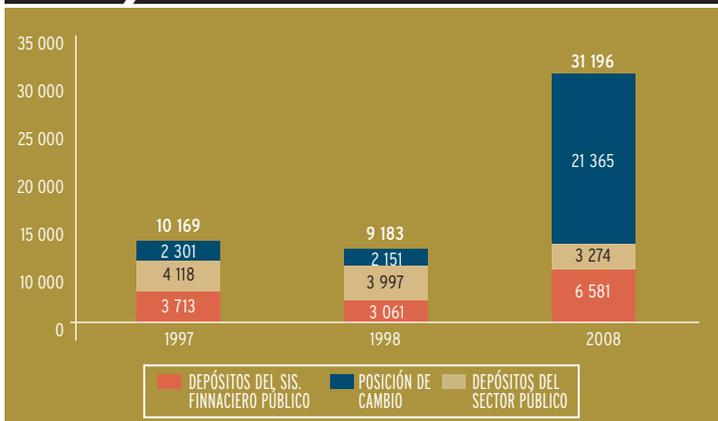
La disponibilidad de reservas internacionales, se complementó con una sólida posición fiscal, que permitió al gobierno implementar una política contracíclica entre 1998 y 1999 expandiendo el gasto público en términos reales y el déficit fiscal, lo que ayudó a reducir el impacto de la crisis. Asimismo, a diferencia de otros periodos en el Perú, en los que el fisco se convertía en el mecanismo amplificador de la crisis porque era un deudor neto del sistema financiero, en 1998 el fisco era un acreedor neto del sistema financiero debido a que mantenía un elevado volumen de depósitos. Los recursos del fisco ayudaron a movilizar recursos al sistema financiero a través de depósitos directos o mediante créditos de regulación monetaria a través del Banco Central contribuyendo de esta manera a estabilizar las necesidades de liquidez de los bancos.

**GRÁFICO 5** ■ Reservas Internacionales Netas  
Ratio RIN / (OECP + LME)



OECP: OBLIGACIONES EXTERNAS DE CORTO PLAZO LME: LIQUIDEZ EN MONEDA EXTRANJERA

**GRÁFICO 6** ■ Reservas Internacionales Netas  
(Millones de US\$)



## LA ECONOMÍA PERUANA FRENTE A LA CRISIS ACTUAL

A la luz de esta experiencia vale preguntarse cómo se encuentra la crisis financiera internacional del 2008:

- ¿Son ahora nuestras fortalezas mayores?
- ¿Se han reducido aquellas debilidades que dificultaron la respuesta de política en 1998?

Los indicadores que se presentan a continuación muestran que la economía peruana se encuentra en una mejor posición para afrontar la crisis financiera actual que la que exhibía en 1998. (Ver Cuadro 3). Ello debido a que en los últimos años sus fundamentos macroeconómicos han mejorado sustancialmente, luego de un período largo de crecimiento sostenido y de mejoras en el marco institucional en el que opera la política monetaria y fiscal, y de la menor dependencia estructural de la economía a la variación en los términos de intercambio.

Así, los niveles actuales de reservas internacionales netas medidos como porcentaje de los pasivos externos de corto plazo más la liquidez en dólares son muy superiores a los de 1998 (1,4 por ciento en el 2008 versus 0,6 por ciento en 1998), al igual que los niveles actuales de posición de cambio del BCRP. De otro lado, el BCRP cuenta en la actualidad con nuevos instrumentos denominados en dólares como repo en moneda extranjera, compra de valores denominados en soles redimibles en moneda extranjera, y los Certificados de Depósito Reajustables al dólar (CDR) que permiten afrontar presiones sobre el tipo de cambio sin tener que vender moneda extranjera.

Asimismo, los niveles de liquidez de los bancos se han incrementado en los últimos años. Las tenencias de activos líquidos bajo la forma de títulos de

gobierno de riesgo cero, como los CDBCRP y los BTPs han aumentado de 1 por ciento del Total de Obligaciones sujetas a Encaje (TOSE) en 1998 al 20 por ciento en el 2008. Estos niveles de activos líquidos hace difícil que se repita la situación de setiembre de 1998 en que la capacidad del Banco Central de inyectar liquidez en soles al sistema fue limitada por la ausencia de valores elegibles para repos de parte de los bancos. A ello se suman los altos niveles de encaje en moneda extranjera que disponen los bancos en la actualidad (el encaje promedio a fines de 2008 fue 33,8 por ciento).

Desde el punto de vista de la posición fiscal, el resultado económico del sector público no financiero es considerablemente mayor en la actualidad que en 1998, 2,2 por ciento versus -0,8 por ciento; y la deuda pública es substancialmente menor, 24 por ciento del PBI en 2008 versus 44 por ciento en 1998. Estos indicadores muestran que el fisco en la actualidad tiene mayor disponibilidad de recursos para implementar políticas fiscales contra-cíclicas, y por tanto para absorber choques externos negativos más grandes y más persistentes.

A nivel microeconómico, los agentes son cada vez menos vulnerables a variaciones del tipo de cambio (por efecto hoja de balance). Ello se debe a la disminución sostenida de los niveles de dolarización financiera y de la liquidez de la economía en los últimos años, facilitada por una mayor confianza en la moneda doméstica. En el sistema financiero, el nivel de dolarización crediticia se ha reducido de niveles cercanos al 80 por ciento hasta el 52 por ciento, en la última década. Los menores niveles de dolarización permiten que la economía en el 2008 esté en mejor capacidad para absorber mayores fluctuaciones del tipo de cambio.

De otro lado, la crisis financiera actual encuentra al sistema financiero peruano con niveles de solvencia y rentabilidad muy superiores a los que tenía el sistema en 1997, antes del inicio de la crisis rusa. El ratio de morosidad bancaria es una de los más bajos de la región y representa casi la quinta parte que en 1997 (5,1 por ciento en 1997 contra 1,3 por ciento en

2008). La rentabilidad patrimonial de los bancos en el 2008 ha sido mayor al 30 por ciento, muy por encima del 15 por ciento en 1997 y del 9 por ciento en 1998. La capacidad de generación de recursos de los bancos ha ayudado al fortalecimiento patrimonial y de provisiones, respondiendo a una regulación cada vez más estricta basada en la medición de riesgos dentro de las recomendaciones de Basilea.

**LECCIONES DE POLÍTICA**

**Las condiciones iniciales importan.**

A pesar de las debilidades estructurales que todavía persistían en la economía peruana a fines del 1997 y de la magnitud de la restricción de liquidez que generó la crisis rusa, la economía Peruana respondió comparativamente bien. La experiencia de fines de los noventas nos enseña que en ese resultado fue fundamental la acumulación preventiva de reservas internacionales previa a la crisis. Muchas de las políticas que se aplicaron, tanto por el BCRP como por el Ministerio de Economía, no hubieran podido implementarse de no contarse con suficiente liquidez internacional.

El uso de las RIN no solo permitió al Banco Central inyectar liquidez internacional y actuar como prestamista de última instancia en moneda extranjera, lo que fue fundamental para garantizar la confianza en el sistema financiero local, sino que también le permitió actuar efectivamente reduciendo la volatilidad del tipo de cambio, que en un contexto de alta dolarización financiera fue crucial para evitar el colapso de parte importante del sector real. Asimismo, el uso de las RIN contribuyó a compensar la salida de capitales que generó la crisis, amortiguando su efecto sobre el gasto agregado.

Sin embargo, algunos factores, debilitaron la efectividad de las políticas económicas que se implementaron. El más importante quizás fue la paralización de la oferta de créditos generada por el rápido deterioro de la cartera de los bancos asociada a la reversión del proceso de boom crediticio de la etapa anterior a la crisis. Igualmente, el alto volumen de pasivos de corto plazo de los bancos con el exterior que magnificó el impacto de la salida de capitales en la disponibilidad de liquidez de los Bancos. En ese sentido, una adecuada regulación prudencial del sistema financiero durante los periodos de boom previos a la crisis es vital para garantizar que el sistema financiero pueda resistir adecuadamente el impacto de las crisis.

**La coordinación de políticas es fundamental para el éxito de las políticas contra cíclicas.**

La coordinación de políticas entre las autoridades para el manejo y resolución de la crisis fueron fundamentales. Durante la crisis rusa, la política fiscal contra-cíclica que se aplicó permitió que el Banco Central se concentrara en proveer apoyo de liquidez al sistema financiero y reducir la volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, que la SBS adecuara la regulación bancaria para facilitar la consolidación del sistema financiero.

**CUADRO 3** ■ Indicadores Macroeconómicos selectos

		1997	1998	2008
Pasivos del exterior de corto plazo / Crédito en Moneda extranjera	%	28	25	10
Provisiones / cartera atrasada	%	91	92	259
Dolarización financiera del crédito	%	77	79	52
Resultado Económico del Gobierno General / PBI	%	-0,5	-0,8	2,2
Reservas Internacionales Neta / (Liquidez en moneda extranjera + Pasivos del exterior de corto plazo)		0,6	0,5	1,4
Deuda Pública / PBI	%	37,9	44,1	24,0