

## INDICE

<b>ARTICULOS</b>	KENNETH P. JAMESON. América Latina y el bloque del dólar en el siglo XXI. ¿Dolarizar o no dolarizar?	9
	HÉCTOR O. NOEJOVICH. Nivel de precios y actividad económica: Un ensayo económico en el virreinato del Perú (siglos XVI-XVII)	61
	ARNOLDO ROZENBERG. Efectos de la crisis económica internacional y del fenómeno del niño sobre la balanza de pagos del Perú, 1997-1999	99
	JORGE DÍAZ GÓMEZ. Perspectivas de la economía alternativa a la hoja de coca	161
<b>RESEÑAS</b>	FÉLIX JIMÉNEZ, GIOVANNA AGUILAR y JAVIER KAPSOLI. <b>De la Industrialización Proteccionista a la Desindustrialización Neoliberal.</b> Javier Iguíñiz	189
	HERNANDO DE SOTO. <b>The Mystery of Capital. Why Capitalism Triumphs in the West and Fails Everywhere Else.</b> Efraín Gonzales de Olarte	196
	GONZÁLEZ CASASNOVAS, Ignacio. <b>Las dudas de la corona. La política de repartimientos para la minería de Potosí (1680-1732).</b> Carlos Contreras	207

EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA  
INTERNACIONAL Y DEL FENÓMENO DEL NIÑO  
SOBRE LA BALANZA DE PAGOS DEL PERÚ,  
1997-1999\*

Arnoldo Rozenberg<sup>1</sup>

RESUMEN

Este documento evalúa los efectos de la crisis externa (de 1997 a 1999) en las principales cuentas de la balanza de pagos del Perú. En especial, se estima sus efectos en las cuentas de comercio, servicios y renta de la balanza corriente y en las cuentas financieras. Además, aquí se trata de estimar aproximadamente los efectos probables del Fenómeno del Niño (1997-1998) en el sector externo, para hallar valores más aproximados de los efectos directos de estos graves *shocks* externos en los flujos comerciales y financieros; separando a éstos en transacciones autónomas y de ajuste de la balanza de pagos. También, se analiza la casi nula utilización de la política macroeconómica del

---

\* Esta es una versión resumida y actualizada del Documento de Trabajo n° 186 del autor: "Efectos de la Crisis Económica y Financiera Internacional, de 1997 a 1999, en la Balanza de Pagos del Perú". Setiembre, 2000. Departamento de Economía. CISEPA. PUCP.

1. Profesor en el Departamento de Economía de la Pontificia Universidad Católica del Perú. Bachiller y Economista de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos, Lima, Perú (1965); y Ph.D. en Economía de la Universidad de Colorado, Boulder, Colorado, EE.UU. (1969).

gobierno peruano para contrarrestar la crisis; mejor dicho, la ejecución de pocas medidas parciales y tardías para superar los efectos de la contracción y recesión económica interna, generada por ambos choques exógenos.

### ABSTRACT

This paper evaluates the effects of the external crisis (from 1997 to 1999) on the main accounts of the Peruvian's balance of payments. Estimating mainly its effects on the trade, services, and income accounts of the current balance and financial accounts. Also, this paper tries to estimate approximately the probable effects of 'el Niño' (1997-1998) on the external sector, to find out more approximate values from the direct effects of these serious external shocks on the commercial and financial flows; separating them into autonomous and balancing transactions of the balance of payments. Also, it analyzes the limited use of macroeconomics policy by the Peruvian government to counteract the crisis; or rather the implementation of few partial and late measures to overcome the effects of the domestic contraction and recession, generated by both shocks of external origin.

## 1. INTRODUCCIÓN

Este documento se inicia con una introducción a los antecedentes y la evolución de la crisis internacional, que comprende un análisis de las turbulencias bursátiles y los procesos de devaluación de los países afectados, inclusive del Perú. En una segunda sección, se presenta la situación de la economía peruana al inicio de la crisis internacional. Luego, en tercer término, se evalúan los efectos del *shock* externo en la cuenta corriente de la balanza de pagos del Perú; es decir, sus efectos en la balanza comercial, los servicios y renta de factores. En una cuarta sección, se verá lo que sucedió con los flujos financieros autónomos hacia y desde el Perú durante la coyuntura externa negativa. En quinto lugar se verá cómo se efectuó el ajuste de la balanza de pagos a través del "financiamiento excepcional" y de las variaciones en las reservas internacionales netas (RIN) del Perú, para obtener el balance autónomo y el balance de ajuste. Posteriormente, se comentarán las pocas medidas económicas adoptadas por el gobierno peruano para paliar los efectos de la crisis en la economía peruana. Finalmente, se termina este estudio con las conclusiones recogidas en este trabajo acerca de la crisis.

A principios del año 2000, la economía peruana comenzaba a mostrar algunos indicios de una posible recuperación económica<sup>2</sup>. Sin embargo, ella aún experimentaba las secuelas finales de una fuerte recesión económica cuyos orígenes se remontan al segundo semestre del año 1997, cuando dos choques de oferta externa la afectaron seriamente. Inicialmente golpeada por los efectos climatológicos del fuerte Fenómeno del Niño (cuyos efectos se sintieron a partir de marzo de 1997 y se prolongaron hasta mediados de 1998), la economía peruana se vio afectada posteriormente por la reciente crisis económica y financiera internacional de 1997-1999. La que se inició con la crisis asiática y luego se extendió al resto de los mercados financieros, afectando a los mercados de las economías emergentes y en desarrollo.

La crisis se inició casi en forma inadvertida el 2 julio de 1997, cuando el Banco de Tailandia puso en marcha un régimen cambiario de flotación dirigida del baht, produciéndose de inmediato una devaluación de 18% de dicha moneda; lo que luego generó un efecto dominó que afectó a las monedas de algunos países vecinos: poco después, Filipinas, Malasia e Indonesia también devaluaron sus monedas. Posteriormente, el efecto perturbador de la crisis asiática se extendió a los mercados bursátiles y financieros internacionales, cuando éstos experimentaron fuertes turbulencias y una gran volatilidad el 27 de octubre de 1997, el llamado “lunes negro”, por la fuerte caída de la Bolsa de Hong Kong, que afectó dramáticamente de inmediato a casi todos los mercados bursátiles del mundo.

Este terremoto bursátil —que luego se conoció como el “efecto dragón”— se inició el jueves 23 de dicho mes, cuando el Índice Hang Seng cayó abruptamente 10.4% en sólo un día. Este efecto negativo se extendió inmediatamente a las bolsas de Nueva York, Europa, Latinoamérica y Asia. Nuevamente, el Índice de la Bolsa de Hong Kong se volvió a desplomar en 5.8% y 13.7% el lunes y martes siguientes, respectivamente; pero esta vez influenciado por la fuerte caída récord de 554.26 puntos (7.18%) que se registró en el Índice Dow-Jones de la Bolsa de Nueva York el día lunes 27. Esta baja en Wall Street, provocó una caída más pronunciada en muchos de

---

2. Según el INEI, para el primer semestre del 2000, se estimó un crecimiento (de carácter estadístico) de 5.7% anual comparado con el mismo período de 1999. En este año el PBI anual creció en sólo 1.4% —calculado con el nuevo año base 1994— y no en 3.8%, cifra anterior estimada con año base 1979.

los mercados de valores del mundo, incluyendo a los principales mercados latinoamericanos. Sin embargo, sólo algunas horas después del segundo desplome de la Bolsa de Hong Kong, el Índice Dow Jones se recuperó de inmediato y se registraron alzas récords en la Bolsa de Nueva York –una subida de 337.17 puntos (4.6%) y un volumen de transacciones que superó los 1,200 millones de acciones negociadas. Se consideró entonces que esta fuerte turbulencia bursátil de la Bolsa de Nueva York fue sólo una corrección técnica de ella.

Las tres principales bolsas de valores de Latinoamérica (Argentina, Brasil y México) experimentaron turbulencias mayores a las que se dieron durante el “lunes negro” (27/10/97) en Wall Street. Sus índices cayeron respectivamente en 13.7%, 15.0% y 13.3%; es decir, en alrededor del doble de la caída del Índice Dow Jones. En dicho día, el Índice General de la Bolsa de Valores de Lima bajó en 6.44%; algo menos que la caída del Índice Dow Jones en dicha jornada.

La crisis se propagó rápidamente a otros países asiáticos vecinos con indicios de desequilibrios financieros internos y externos. Así, pocas semanas después del “lunes negro”, el Gobierno de Corea del Sur se vio forzado a solicitar ayuda financiera del FMI, para evitar el incumplimiento de pagos de su gran deuda privada de corto plazo, que ya afectaba a su balanza de pagos. A inicios de diciembre de 1997, Corea tuvo que devaluar el won y, consecuentemente, se vio afectado aun más por la fuga de capitales de corto plazo por el temor y la incertidumbre que se generó en dicho país y los estados vecinos.

La crisis se fue agravando aun más por la difícil situación de la economía japonesa. Esta entró en una recesión económica generalizada desde mediados de 1997, que se hizo más crítica en el primer trimestre de 1998 cuando su PBI descendió en más del 5% anual. La demora del Gobierno japonés en implementar las medidas requeridas para superar la recesión interna, generó mayor incertidumbre y desconfianza de los mercados sobre la crítica situación económica del Japón. Lo que dio paso a la fuerte depreciación del yen durante el primer semestre de 1998 en los mercados de divisas. Situación que contribuyó a una mayor volatilidad en las bolsas internacionales, a las devaluaciones adicionales de varias monedas asiáticas afectadas por la continua depreciación del yen –que llegó a cotizarse en un máximo de

146.1 unidades por dólar el 16 de junio de 1998.

Luego de dos meses, la crisis alcanzó su máximo efecto perturbador en los mercados globales, especialmente en las economías emergentes y pequeñas, cuando estalló la llamada crisis rusa. En efecto, en agosto de 1998, el Gobierno y el Banco Central de Rusia anunciaron que dejaban fluctuar el rublo dentro de una banda más amplia; además declararon una moratoria de noventa días sobre el pago de su deuda externa de corto plazo. Rusia reanudó de inmediato sus negociaciones con el FMI para lograr un mayor apoyo financiero (del que ya recibía) del Fondo, para así poder superar la difícil situación por la que atravesaba su economía; quizá la más crítica desde la disolución de la Unión Soviética en 1991.

La crisis rusa generó de inmediato mucha incertidumbre entre los inversionistas privados e institucionales de los países desarrollados, sobre la conveniencia de seguir manteniendo inversiones de portafolio y de otros valores de corto plazo en las economías emergentes o pequeñas. Estas inversiones podían correr el riesgo de ser sometidas a fuertes maniobras especulativas de carácter financiero; sea por las expectativas devaluatorias de las monedas involucradas, o porque estos países aún mostraban serios problemas de déficit fiscal y desequilibrios externos, aún no corregidos ni superados.

A partir de entonces, esta incertidumbre aceleró aun más la fuga de capitales de corto plazo y de las divisas afectadas de los mercados y bolsas de los países emergentes y en desarrollo a mercados financieros y valores más seguros. Tendencia que recién se comenzó a revertir en el año 2000, cuando se inició un reflujo de capitales foráneos de vuelta a las economías asiáticas que comenzaron a recuperarse de los efectos de la crisis. La normalización de los mercados financieros internacionales fue acompañada por las continuas alzas moderadas de la tasa de interés en los Estados Unidos (cinco de 0.25% y una de 0.50%), hechas por el Comité de Mercado Abierto de la Reserva Federal, durante 1999 y los primeros meses del 2000, para sofocar los indicios de recalentamiento de la economía estadounidense y lograr un aterrizaje moderado de ésta<sup>3</sup>.

---

3. La tasa de interés de los fondos federales ("overnight") subió de 4.75% (en 1999) hasta 6.50% (a mediados del 2000); afectando en algo a las tasas de interés en los mercados financieros globales.

Latinoamérica no se pudo librar de los efectos negativos de esta fuga de capitales, ni de las fuertes turbulencias bursátiles que ocurrieron cada vez que se presentaba mucha incertidumbre en los mercados financieros en general. Brasil fue la economía más afectada de la región, ya que experimentó varios ataques especulativos desde el inicio de la crisis asiática y durante el año 1998, en vísperas de las elecciones presidenciales de octubre de dicho año. La crisis brasileña alcanzó su punto más crítico el 15 de enero de 1999, cuando se implantó el libre mercado cambiario<sup>4</sup>; los ataques especulativos fueron detenidos temporalmente por la devaluación del real, por la aprobación posterior (en el Parlamento brasileño) de un programa de ajuste fiscal y por la reforma de su sistema de pensiones. Más tarde, a mediados de marzo de 1999, Brasil volvió a negociar las condiciones de un financiamiento por US\$ 41.5 mil millones, concretado antes con el FMI; lo que redujo temporalmente la presión especulativa sobre real y la alta volatilidad en su bolsa de valores.

A medida que se extendió el frenesí bursátil del “efecto dragón” por la región, en la mayoría de los mercados monetarios de Latinoamérica se generaron presiones alcistas en los tipos de cambio de las monedas afectadas por la volatilidad bursátil generalizada. En el mercado local se produjo una ligera alza del tipo de cambio de nuestra moneda, el nuevo sol, por el nerviosismo que se generó en los agentes económicos locales vinculados con el comercio exterior y las finanzas internacionales, preocupados por un mayor riesgo de exposición a un probable incremento del tipo de cambio de nuestra moneda en el muy corto plazo.

Volviendo a las economías del sudeste asiático, éstas –para corregir sus desequilibrios económicos, estabilizar sus economías y mejorar la competitividad de sus productos en los mercados– recurrieron a fuertes devaluaciones de sus monedas desde el inicio de la crisis y durante el año 1998. Como ya se mencionó, Tailandia fue el primer país en devaluar su moneda; siendo Indonesia la economía que tuvo los más altos márgenes de devaluación de la rupia (608.2% en un año), no sólo por sus graves problemas económicos internos, sino por la incertidumbre generada a raíz de la inestabilidad política

---

4. Desde el 18/01/1999, el tipo oficial del real flota de forma independiente con respecto al dólar de EE.UU. Desde octubre de 1994 hasta la víspera, el tipo oficial se determinó por flotación dirigida.

en dicho país desde 1998. Japón fue el país que menos volatilidad mostró en su tipo de cambio durante este período (1997-1998), seguido de Singapur. En general, la volatilidad en los tipos de cambio de estas economías mostró una tendencia decreciente a partir del segundo semestre de 1998, cuando estos países comenzaron a corregir sus desbalances fiscales, financieros y externos.

El nivel de depreciación o devaluación en Latinoamérica, en promedio, estuvo a la saga del incremento de las devaluaciones sufridas por las monedas de las economías del sudeste asiático, en los primeros meses de la crisis asiática (véase Gráfico 1). Razón por la cual algunos productos manufacturados de Latinoamérica comenzaron a ser desplazados de muchos mercados (inclusive los domésticos) por productos similares más baratos procedentes del Asia. Inclusive se presentaron muchas situaciones de “dumping” de precios en varios mercados regionales y nacionales, generadas para liquidar los grandes inventarios acumulados de las economías asiáticas y/o para copar nuevos mercados con tales prácticas anticompetitivas.

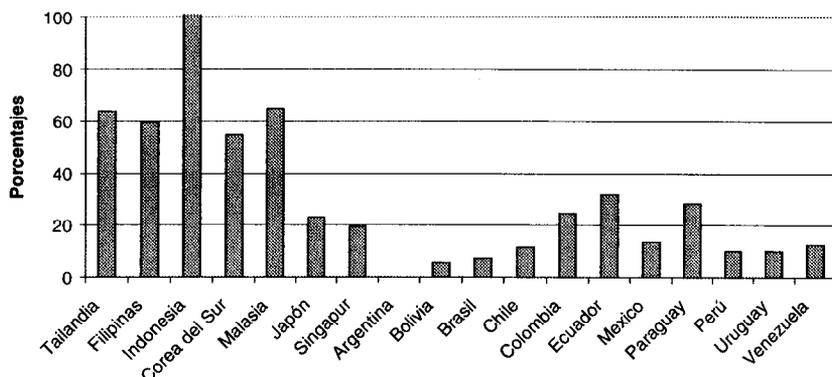
Perú ocupó una posición intermedia en la depreciación de su moneda (con respecto al dólar de los EE.UU.) entre las once principales economías latinoamericanas. Inclusive, se recuperó algo de paridad en el tipo de cambio del nuevo sol, que se rezagó desde inicios de la década de los noventa por el aceleramiento del proceso de dolarización de su economía y por el ingreso masivo y libre de dólares legales y del narcotráfico. La recuperación de la paridad del nuevo sol en 1998 y 1999 fue del orden de 11% y de 10.2%, respectivamente con respecto a los Estados Unidos; y del 12.8% y 7.8%, en ambos años, con respecto a los siete principales socios comerciales del Perú<sup>5</sup>.

Es necesario señalar aquí que la solidez y confianza en determinada moneda no depende tanto de la clase de régimen de cambio vigente, sino más bien del desempeño coyuntural de dicha economía, del manejo adecuado de la política monetaria y de las expectativas de los agentes económicos sobre dicho desempeño y el sólido manejo de la política económica de cada país. Sin embargo, a estos conceptos aceptados por la mayoría de economistas, hay que agregarles los efectos desfavorables que la nueva economía global puede ejercer ahora con más intensidad sobre las economías más pequeñas, desestabilizando el valor de sus monedas.

---

5. Para mayores detalles sobre estas cifras, vea Documento de Trabajo n° 186, p. 16.

**GRÁFICO 1**  
**COMPARACIÓN DE LAS VARIACIONES DE LOS TIPOS DE CAMBIO**  
**PAÍSES DEL SUDESTE ASIÁTICO Y LATINOAMÉRICA**  
*del 30/06/97 al 30/06/98*



Se puede concluir que, en estos últimos años, las fluctuaciones y turbulencias bursátiles de los principales mercados financieros han seguido un patrón de desenvolvimiento cada vez más uniforme y predecible: cualquier información relevante de índole económica o política (favorable o no) de influencia global o que afecte a las principales economías o regiones del mundo, es procesada de inmediato por los mercados financieros y de productos y sus repercusiones también son inmediatas. Sin embargo, la desconfianza de los mercados —expresada precisamente por las turbulencias y la gran volatilidad de las bolsas— se hace más evidente ante la presencia de noticias negativas o de cualquier indicio o pronóstico de ellas. Cuanto más trascendente sea el efecto desfavorable de los sucesos, en el ámbito global o regional, mayores serán las expectativas negativas y sus efectos desestabilizadores en las economías afectadas.

## 2. SITUACIÓN DE LA ECONOMÍA PERUANA AL INICIO DE LA CRISIS

El Perú no pudo sustraerse de los efectos negativos de la crisis generalizada, por lo que es muy importante entender por qué, esta vez, los efectos

desestabilizantes de este choque externo en la economía peruana fueron más rápidos, extensos y algo distintos, si los comparamos con los efectos negativos de *shocks* externos que anteriormente afectaron al Perú desde la década de los cincuenta. Los *shocks* externos han afectado periódicamente a la economía peruana; sin embargo, éstos no han sido la única causa de los males de nuestra economía durante las últimas décadas. Aparte de las ya conocidas causas estructurales e institucionales (propias de la falta de desarrollo económico, político y social) que han caracterizado a nuestro país; hay que señalar al fracaso (o al éxito limitado) de las estrategias de crecimiento económico y a la poca utilización de las políticas macroeconómicas en forma oportuna y eficaz, como factores internos que no contribuyeron a un mejor desempeño de nuestra economía en diversas ocasiones durante las últimas tres décadas.

Citando el trabajo de Dancourt, Mendoza y Vilcapoma (1997), sobre las relaciones entre las fluctuaciones económicas y los *shocks* externos en el Perú entre 1950 y 1996, éste llega en sus conclusiones a dos aspectos que es bueno reproducir aquí. El primero: “las recesiones tienden a estar asociadas con una aceleración de las tasas de inflación y devaluación, una elevación del tipo de cambio real, una caída del gasto público y del crédito reales y, por último, con una caída de la capacidad de importación. Es decir, los períodos de recesión son períodos de aceleración de la inflación, y son también períodos de crisis de balanza de pagos”. El segundo: “La segunda conclusión es que no se puede abstraer el rol de los *shocks* externos cuando se busca explicar el comportamiento de la economía peruana durante 1950-96. De las seis recesiones identificadas en este trabajo, todas, salvo una, coinciden con shocks externos adversos”.

La crisis de 1997-1999 —el ciclo de *shocks* externos adversos— aceleró el proceso de contracción económica que estaba experimentando la economía doméstica a raíz de los efectos desfavorables del fuerte Fenómeno del Niño, y lo transformó en una recesión económica interna bastante generalizada. En esta oportunidad, la recesión interna se dio en una situación en que no había mayor inflación, sino estabilidad de precios; posteriormente, el desaceleramiento de la economía y la recesión interna generaron una marcada tendencia deflacionaria de precios en 1999. Tampoco los *shocks* externos produjeron una grave crisis de balanza de pagos, ya que esta vez la economía peruana contaba con suficientes reservas internacionales (provenientes del proceso de privatización de las empresas públicas en la década de los noventa) para

compensar la fuerte sequía de capitales de corto plazo del exterior y la salida de éstos del país, generadas por la desfavorable coyuntura internacional.

Con relación a la inflación interna, ésta fue descendiendo hasta ser la más baja en varias décadas: el Índice de Precios al Consumidor (IPC) descendió ligeramente de 6.5% en 1997 a 6.0% en 1998, hasta llegar al 3.7% en 1999. Esta última gran caída de la inflación se debió a dos tendencias deflacionarias bien marcadas: una importada del exterior y otra interna. La primera estuvo influenciada por los bajos precios de los productos básicos y del petróleo en particular, consecuencia de la menor demanda global generada por la crisis. La deflación interna se derivó de la mayor oferta de productos agrícolas —una vez superado los efectos del Fenómeno del Niño— y de la caída en la demanda agregada interna, particularmente del consumo privado; lo que dio lugar a la acumulación de existencias en las empresas. Por el lado del sector público, el déficit fiscal era aún manejable en 1998 (0.8% del PBI con año base 1994).

Lo que nos mueve a considerar que la economía peruana, previa a la crisis, ya no era exactamente la misma de décadas anteriores; se había logrado una meta económica muy importante y difícil de alcanzar en épocas pasadas: la estabilidad macroeconómica, tanto fiscal como monetaria. Pero el entorno internacional tampoco era el mismo de varios años atrás. Es decir, tanto los factores externos como los internos de la economía peruana, que propiciaron la difícil coyuntura de la economía peruana durante 1998-1999, se dieron en un entorno internacional más globalizado, pero también muy volátil y turbulento; con una economía interna más estable pero cada vez más dolarizada, una política macroeconómica bastante tímida y tardía para contrarrestar los efectos desfavorables de los *shocks* externos y la recesión interna, y con un gran número de empresas nacionales patrimonialmente muy débiles y altamente endeudadas a corto plazo. Pese a los logros económicos alcanzados, subsistían los principales problemas del país: grandes niveles de pobreza, desempleo, subempleo y extrema desigualdad distributiva; creciente brecha entre el ahorro y la inversión interna. También faltaban ejecutarse reformas estructurales adicionales muy necesarias de carácter económico y social, de orden institucional y la reforma integral del sector gubernativo.

Podemos señalar que los principales factores de origen externo, derivados de la crisis, que afectaron de inmediato a la economía peruana en 1998-1999 fueron los siguientes:

## EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

1. La reducción sustancial que se dio en la demanda externa de nuestros principales minerales de exportación y en sus cotizaciones en los mercados mundiales;
2. Una considerable salida de inversión extranjera de portafolio de la Bolsa de Valores de Lima, a medida que cundía la incertidumbre en los mercados financieros de la región;
3. La suspensión de las líneas de crédito de corto plazo del exterior al sistema financiero nacional, y el reembolso o la amortización de los préstamos concedidos previamente al sistema financiero peruano por la banca privada internacional;
4. El encarecimiento del crédito externo, al subir la apreciación riesgo-país del Perú, por la incertidumbre generalizada que se presentó en los mercados financieros acerca de la coyuntura desfavorable que se estaba dando en las economías emergentes y pequeñas;
5. La paralización o demora de algunos megaproyectos mineros de inversión privada, por la contracción de la demanda mundial de los metales, y las dificultades en obtener los fondos requeridos a costos adecuados en plena crisis financiera internacional.

Entre los factores internos (coyunturales y estructurales) que contribuyeron a profundizar aun más los efectos externos negativos de la crisis, podemos citar algunos de ellos, como:

1. La débil estructura patrimonial y el alto apalancamiento financiero (deuda/capital) de un gran número de empresas nacionales que –si bien lograron sobrevivir a la brusca apertura de la economía peruana a la competencia externa a principios de la década de los noventa, reestructurándose parcialmente– no les permitió hacer frente a la fuerte caída en la demanda interna, ni sobrellevar el rompimiento en la cadena de pagos que se dio entre las empresas locales;
2. La gran dolarización de la economía peruana, que ha limitado un mejor manejo autónomo y pleno de la política monetaria del Banco Central de Reserva del Perú (BCRP);
3. Los altos encajes bancarios fijados sobre los depósitos domésticos en dólares, vigentes al inicio y durante gran parte de la crisis; situación que posteriormente fue mejorada en forma parcial por el BCRP;

4. La falta de transparencia del gobierno del presidente Alberto Fujimori en reconocer a tiempo la gravedad de la crisis y de sus efectos sobre la economía durante casi todo el año 1998;
5. La ausencia de señales claras de parte del gobierno para reducir la incertidumbre de los agentes económicos en los mercados internos, sobre la posible participación del ejecutivo en contrarrestar los efectos negativos de la crisis y de la subsecuente recesión interna;
6. La ausencia de un conjunto integral de medidas macroeconómicas anticíclicas, aplicadas en forma oportuna por el Gobierno, para combatir los efectos de los *shocks* externos y sus repercusiones en la economía peruana; optándose en cambio por medidas monetarias parciales y a veces tardías.

### 3. EFECTOS DE LA CRISIS EN LA BALANZA CORRIENTE

#### 3.1 *El Déficit en Cuenta Corriente*

La balanza de pagos es, ante todo, un registro estadístico-contable de las transacciones económicas internacionales de un país con el resto del mundo. El principal componente de este registro es la balanza de cuenta corriente, que incluye cuatro partidas: 1. La balanza comercial (exportaciones e importaciones visibles); 2. Los servicios (exportaciones e importaciones invisibles); 3. La renta de factores (privada y pública); y 4. Las transferencias (unilaterales) corrientes. En todas estas partidas, salvo la última de donaciones en especie recibidas de otros países –que no se verá en este trabajo–, el Perú es y ha sido casi siempre un país deficitario. A continuación se tiene la siguiente identidad de la cuenta corriente:

$$SCC_{BP} = X_P - M_P + YN + TCN \quad (1)$$

donde:  $SCC_{BP}$  es el saldo de la balanza de pagos en cuenta corriente;  $X_P$  las exportaciones de bienes y servicios;  $M_P$  las importaciones de bienes y servicios;  $YN$  la renta neta procedente del exterior; y  $TCN$  las transferencias corrientes netas.

A lo largo de su historia reciente, la economía peruana siempre ha tenido un déficit persistente y (a veces) muy preocupante en la cuenta corriente, cuya mayor o menor magnitud ha dependido principalmente de la preva-

## EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

lencia de ciertas variables exógenas o endógenas, o de la conjunción de algunas de ellas. Se señalan a continuación las más importantes:

1. Las condiciones favorables o desfavorables de la demanda externa y los precios de nuestros principales rubros de exportación en los mercados mundiales;
2. La evolución y las fases (de expansión o contracción) de los ciclos económicos en que se encontraban los países desarrollados;
3. La abundancia o escasez de flujos financieros del exterior para financiar el comercio exterior, que además influenciaban en menor o mayor costo del crédito externo e interno;
4. El desempeño y la situación coyuntural de la economía peruana (del PBI y sus componentes);
5. La política de crecimiento económico vigente con respecto al sector externo (primario-exportadora, ISI, promotora de las exportaciones);
6. La evolución de la política fiscal (del gasto público) y de la política monetaria (manejo de la oferta monetaria y tasa de interés) de los gobiernos de turno;
7. La mayor o menor apertura de la política comercial al exterior (el nivel arancelario vigente);
8. El régimen de tipo de cambio vigente (mercado libre o control de divisas).

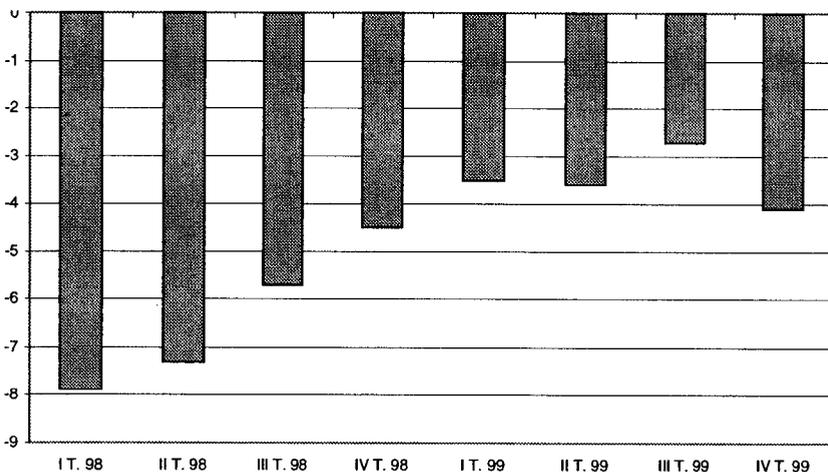
El efecto de estas variables en el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del Perú está representado por la siguiente expresión:

$$DCC_{BP} = F (DX_p, PX_p, PBI_{PD}, KCP_F, Ti_F, PBI_p, C_p, I_p, G_p, OM_p, Ti_p, t_p, TC_s) \quad (2)$$

Es decir, el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos del Perú ( $DCC_{BP}$ ) es una función de las siguientes variables: 1. La demanda externa de las exportaciones tradicionales, principalmente las mineras y pesqueras, del Perú ( $DX_p$ ); 2. Las cotizaciones de estas exportaciones ( $PX_p$ ); 3. El nivel del producto bruto interno de los países desarrollados ( $PBI_{PD}$ ); 4. Los flujos de capitales de corto plazo del exterior ( $KCP_F$ ); 5. La tasa promedio de interés externo ( $Ti_F$ ); 5. El producto bruto interno del país ( $PBI_p$ ); 6. Los componentes de la demanda agregada interna ( $C_p, I_p, G_p$ ); 7. La oferta monetaria interna ( $OM_p$ ); 8. La tasa de interés interna ( $Ti_p$ ); 8. El nivel arancelario vigente ( $t_p$ ); y 9. El tipo de cambio del dólar ( $TC_s$ ).

Por ejemplo, al analizar las cifras de balanza de pagos, publicadas por el BCRP, tanto en cifras corrientes como en porcentajes del PBI (Cuadro 1), vemos cómo algunos de los factores señalados en el párrafo anterior han jugado un papel más importante que los otros en cada período. En nuestro caso, los efectos de la crisis y del Fenómeno del Niño (que dieron lugar a la recesión interna) se manifestaron principalmente en 1998 y 1999. El déficit en la cuenta corriente se incrementó entre 1997 y 1998 en un 18.8%; es decir, subió de US\$ 3,059 millones (5.2% del PBI) a US\$ 3,634 millones (6.4% del PBI). La volatilidad del déficit en la cuenta corriente, como porcentaje del PBI, fue mayor por períodos trimestrales que por años (véase Gráfico 2). Así, fue subiendo desde el tercer trimestre de 1997, para después alcanzar el déficit máximo (de 7.9% del PBI) en el primer trimestre de 1998, y luego ir descendiendo en forma gradual (a 7.3%, 5.7% y 4.5% del PBI) en el segundo, tercer y cuarto trimestres de 1998, respectivamente.

GRÁFICO 2  
DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE DEL PERÚ  
(Porcentaje del PBI)



Posteriormente, en 1999, continuó esta tendencia decreciente de la brecha deficitaria en la cuenta corriente durante los tres primeros trimestres de dicho año (3.5%, 3.6%, 2.7% del PBI). El déficit fue disminuyendo por las menores adquisiciones del exterior –a consecuencia de la recesión interna– y no por una

EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

gran mejora sustancial en las exportaciones peruanas. Esta tendencia decreciente del déficit de la cuenta corriente se comenzó a revertir a partir del cuarto trimestre de 1999 (4.1% del PBI). Para todo el año 1999, el déficit decreció en US\$ 1,817 millones, el 50.0% del déficit en cuenta corriente de 1998.

CUADRO 1  
BALANZA DE PAGOS DEL PERÚ

	(Millones de US dólares)			(Porcentaje del PBI)		
	1997	1998	1999	1997	1998	1999
<b>I. Balanza en Cuenta Corriente</b>	<b>-3 059</b>	<b>-3 634</b>	<b>-1 817</b>	<b>- 5.2</b>	<b>- 6.4</b>	<b>- 3.5</b>
1. Balanza comercial	-1 721	-2 466	- 616	- 2.9	- 4.3	- 1.2
a. Exportaciones	6 832	5 757	6 113	11.6	10.1	11.8
b. Importaciones	-8 553	-8 222	-6 729	- 14.5	- 14.4	- 12.9
2. Servicios	- 767	- 593	- 600	- 1.3	- 1.0	- 1.2
a. Exportaciones	1 538	1 748	1 522	2.6	3.1	2.9
b. Importaciones	-2 305	-2 341	-2 122	- 3.9	- 4.1	- 4.1
3. Renta de factores	-1 472	-1 488	-1 545	- 2.5	- 2.6	- 3.0
a. Privado	- 971	-1 039	- 974	- 1.6	- 1.8	- 1.9
b. Público	- 502	- 449	- 571	- 0.9	- 0.8	- 1.1
4. Transferencias corrientes	901	912	944	1.5	1.6	1.8
<b>II. Cuenta Financiera</b>	<b>5 705</b>	<b>1 718</b>	<b>760</b>	<b>9.7</b>	<b>3.0</b>	<b>1.5</b>
1. Sector privado	2 463	1 959	2 041	4.2	3.4	3.9
2. Sector público	601	- 57	393	1.0	- 0.1	0.8
3. Capitales de corto plazo	2 641	- 185	-1 674	4.5	- 0.3	- 3.2
<b>III. Financiamiento Excepcional</b>	<b>- 829</b>	<b>365</b>	<b>18</b>	<b>- 1.4</b>	<b>0.6</b>	<b>0.0</b>
1. Brady	4 873	0	0	8.3	0.0	0.0
2. Refinanciación	431	217	0	0.7	0.4	0.0
3. Condonación de deuda externa	6	157	32	0.0	0.3	0.1
4. Flujo de atrasos netos	-6 139	- 9	- 14	- 10.4	0.0	0.0
<b>IV. Flujo de Reservas Netas del BCRP (1- 2). (Incremento con signo negativo)</b>	<b>-1 733</b>	<b>1 006</b>	<b>775</b>	<b>- 2.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.5</b>
1. Variación del saldo de RIN	-1 629	986	780	- 2.8	1.7	1.5
2. Efecto valuación y monetización de oro	104	- 20	5	0.2	0.0	0.0
<b>V. Errores y Omisiones Netos</b>	<b>- 83</b>	<b>546</b>	<b>264</b>	<b>-0.1</b>	<b>1.0</b>	<b>0.5</b>
Nota:						
Inversión directa por privatización	145	60	219	0.2	0.1	0.4
Inversión directa sin privatización	1 552	1 820	1 750	0.0	0.0	0.0

Cifras preliminares para 1998 y 1999

Fuente: Anexos 22 y 23, Memoria 1999. BCRP

### 3.2 *Efectos Sobre la Balanza Comercial*

La balanza comercial del Perú ha sido sustancialmente deficitaria durante estos últimos años, por las características propias de nuestra economía interna que cada vez depende más de las importaciones de productos terminados –para satisfacer las crecientes necesidades internas de consumo directo–, insumos, productos intermedios y bienes de capital importados para la producción interna de bienes transables y no transables. El proceso de liberalización económica, la plena apertura a la competencia del exterior<sup>6</sup>, la apreciación de nuestra moneda, la falta de una política efectiva de industrialización interna y de promoción de exportaciones con mayor valor agregado, desde inicios del régimen del presidente Fujimori, acentuó aun más la dependencia externa de la economía peruana para cubrir los requerimientos de la demanda agregada interna. La vuelta al modelo primario exportador de los años cincuenta, promovida por este gobierno, no generó el dinamismo requerido para reducir el déficit comercial y proveer divisas adicionales para financiar las importaciones más requeridas por la economía interna.

Por el lado de la demanda agregada interna, el proceso de inversión privada nacional y extranjera en nuestra economía –que mostró una recuperación e incremento significativo desde principios de los noventa hasta el estallido de la crisis– fue cayendo sustancialmente, desde fines de 1998 y en todo el año 1999, por los efectos del shock externo y la recesión económica. Lo que se reflejó en el decremento de los niveles de importaciones de bienes de capital durante el último año y medio. Ambos efectos (la crisis y la recesión interna), al reducir el producto y la renta nacional, también han tenido un efecto desfavorable sobre el consumo privado. Si bien es cierto que éste decreció menos que la inversión bruta interna, seis trimestres de crecimiento negativo continuo –desde el segundo trimestre de 1998 hasta el tercer trimestre de 1999– del consumo privado también generaron reducciones en las importaciones de insumos y bienes intermedios (para la producción interna) y de bienes de consumo en general.

---

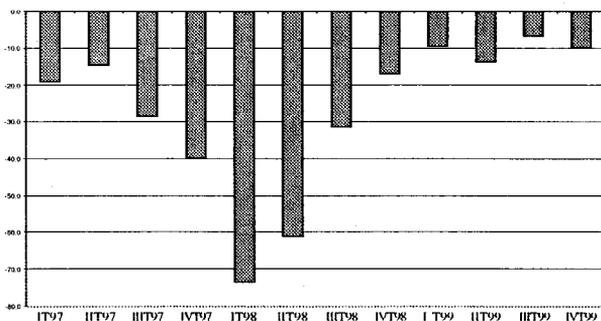
6. En abril de 1997 se redujeron los 2 niveles arancelarios vigentes del 15% a 12% y del 25% a 20%, rebajando el promedio arancelario del 16% al 13%; también se estableció una sobretasa temporal de 5% sobre el valor CIF de un reducido –pero importante– grupo de partidas arancelarias.

## EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

El déficit comercial –exportaciones menos importaciones visibles– subió de US\$ 1,721 a US\$ 2,466 millones (en 43.3% anual) entre 1997 y 1998. Tanto las exportaciones como las importaciones de productos decrecieron entre ambos años; pero las primeras tuvieron una mayor caída, bajaron en US\$ 1,075 millones (el 15.7%); en cambio, las importaciones se redujeron en sólo US\$ 331 millones (el 3.9%). Durante 1999, el déficit comercial disminuyó significativamente, más bien por la recesión económica y la reducción en la inversión privada –que disminuyeron las importaciones desde el cuarto trimestre de 1998– que por la lenta recuperación que tuvieron las exportaciones primarias el año 1999. Así, según datos preliminares del Banco Central, el déficit comercial decreció sustancialmente en US\$ 1,850 millones entre 1998 y 1999, o mejor dicho en el 75.0% del déficit comercial del primer año. Comparando las cifras preliminares, las exportaciones crecieron en US\$ 356 millones, en 6.2%; mientras que las importaciones bajaron en US\$ 1,493 millones, en 18.2%, entre ambos años.

El Gráfico 3 muestra otra forma de evaluar la magnitud del déficit comercial, por períodos trimestrales, durante los tres años del análisis; comparándola porcentualmente con el total de las exportaciones de bienes. En primer lugar, se puede observar cómo el déficit comercial creció porcentualmente a partir del tercer trimestre de 1997, al irse reduciendo más rápido las exportaciones que las importaciones del país. A partir del tercer trimestre de 1998, el déficit comercial decreció bruscamente al recuperarse paulatinamente las exportaciones primarias, mientras que decrecían considerablemente las importaciones por la fuerte recesión interna.

GRÁFICO 3  
DÉFICIT COMERCIAL  
(Porcentaje de las exportaciones)



### *3.2.1 Efectos Sobre las Exportaciones Tradicionales*

Del análisis de las cifras estadísticas de exportación (véase Cuadro 2), se deduce que las exportaciones de los productos tradicionales fueron muy volátiles durante el período 1997-1999. En el primer año éstas crecieron en 11.7%, para en el segundo caer en 21.1% anual y finalmente recuperarse en 11.6% anual en el tercero año. El año 1998 fue muy desfavorable para las exportaciones de la economía peruana; la fuerte caída que se dio en las exportaciones tradicionales se debió a las menores exportaciones de harina y aceite de pescado, causadas por los efectos negativos del último Fenómeno del Niño, y a las menores ventas al exterior de cobre, zinc, petróleo y café.

Los menores valores de las exportaciones de harina y aceite de pescado en 1998 se debieron a la reducida captura de anchoveta y sardinas, especies pelágicas que escasearon o desaparecieron del litoral a raíz del calentamiento de las aguas superficiales del mar peruano en 1997 y 1998. Una primera aproximación, algo gruesa, del efecto del Fenómeno del Niño sobre el sector externo de la economía peruana, se obtendría al comparar las exportaciones pesqueras tradicionales entre 1997 y 1998. Estas decrecieron en US\$ 716 millones; equivalentes al 10.5% y al 12.4% de las exportaciones totales del Perú en los años 1997 y 1998, respectivamente.

Pero 1997 no puede considerarse (en términos comparativos) como un año base adecuado para estimar la caída en los valores exportados de harina y de aceite de pescado durante los años 1998 y 1999, ya que en 1997 las cotizaciones internacionales y los volúmenes exportados de estos dos productos fueron relativamente altos. Quizás el promedio anual de los volúmenes físicos y precios de las exportaciones de ambos productos, por separado, en los cinco años previos (1993-1997), sea un promedio anual comparativo más adecuado para estimar el efecto del Fenómeno del Niño.

En el Cuadro 3 se presentan los estimados calculados siguiendo la siguiente metodología: de las estadísticas publicadas por el BCRP, se obtuvo un promedio anual de 1,828.2 miles de toneladas de exportaciones de harina de pescado a un precio promedio de US\$ 422.9 la tonelada métrica; y un promedio anual de 224.4 miles de tonelada de aceite de pescado a una cotización promedio US\$ 309.8 la tonelada, durante el período 1993-1997. Para 1998 se estimó que se dejó de exportar, por los efectos del fuerte fenómeno

EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

CUADRO 2  
EXPORTACIONES POR GRUPO DE PRODUCTOS

	(Millones de US dólares)			(Variación Porcentual)	
	1997	1998	1999	1997/1998	1999
<b>I. Productos tradicionales</b>	<b>4 704.5</b>	<b>3 711.9</b>	<b>4 141.8</b>	<b>- 21.1</b>	<b>11.6</b>
Mineros	2 730.5	2 746.7	3 008.0	0.6	9.5
Petróleo y derivados	376.4	232.5	251.3	- 38.2	8.1
Agrícolas	471.7	322.7	281.9	- 31.6	- 12.6
Pesqueros	1 125.9	409.9	600.5	- 63.6	46.5
<b>II. Productos no tradicionales</b>	<b>2 046.5</b>	<b>1 966.9</b>	<b>1 874.2</b>	<b>- 3.9</b>	<b>- 4.7</b>
Agropecuarios	339.9	302.0	405.4	-11.2	34.2
Textiles	572.6	533.6	574.9	- 6.8	7.7
Pesqueros	277.5	224.9	190.2	- 19.0	- 15.4
Metal-mecánicos	56.8	105.0	75.1	84.9	- 28.5
Químicos	206.2	196.3	194.4	- 4.8	- 1.0
Sidero-metalúrgicos	233.9	222.4	197.9	- 4.9	- 11.0
Minerales no metálicos	51.4	51.6	51.3	0.4	- 0.6
Otros 1/	308.2	331.1	184.9	7.4	- 44.2
<b>III. Otros</b>	<b>80.7</b>	<b>78.0</b>	<b>96.7</b>	<b>- 3.3</b>	<b>24.0</b>
Permisos de pesca	7.2	0.0	31.3	-100.0	Infinito
Resto 2/	73.5	78.0	65.4	6.1	- 16.2
<b>IV. Total Exportaciones</b>	<b>6 831.7</b>	<b>5 756.8</b>	<b>6 112.7</b>	<b>- 15.7</b>	<b>6.2</b>
Estructura Porcentual (%)					
Mineros	40.0	47.7	49.2	—	—
Petróleo y derivados	5.5	4.0	4.1	—	—
Agrícolas	6.9	5.6	4.6	—	—
Pesqueros	16.5	7.1	9.8	—	—
Tradicionales	68.9	64.4	67.7	—	—
No tradicionales	30.0	34.2	30.7	—	—
Otros	1.1	1.4	1.6	—	—
<b>Total</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>—</b>	<b>—</b>

Cifras preliminares para 1998 y 1999.

1/ Incluye artículos de joyería de oro y plata, maderas y papeles, pieles y cueros y artesanías.

2/ Comprende la venta de combustible y alimentos a naves extranjeras y la reparación de bienes de capital.

Fuente: Anexo 24, Memoria 1999. BCRP. Elaboración propia.

climático, US\$ 432.6 millones de productos pesqueros tradicionales; de los que US\$ 381.1 millones hubiesen correspondido a harina de pescado y US\$ 51.5 millones al aceite de pescado.

**CUADRO 3**  
**EFECTO DEL FENÓMENO DEL NIÑO, DE 1997-1998**  
**EN LAS EXPORTACIONES DE PRODUCTOS PESQUEROS TRADICIONALES**  
(Millones de US dólares)

	Valor hipotético 1997	Valor realizado 1988	Valor hipotético 1999	Valor realizado 1999	Efecto total 1998 y 1999
Harina de pescado	773.1	392.0	773.1	532.6	621.7
Aceite de pescado	69.5	18.0	69.5	68.1	52.9
<b>Total</b>					<b>674.6</b>

Nota: El valor hipotético de la harina de pescado se obtuvo de la multiplicación del promedio anual del volumen físico exportado, 1,828.2 miles de toneladas métricas, por el promedio anual de la cotización, US\$ 422.9 la tonelada métrica, durante el período 1993-1997. El valor hipotético, en el caso del aceite de pescado, se obtuvo al multiplicar 224.4 miles de toneladas métricas (promedio anual) por la cotización promedio de US\$ 309.8. El efecto total resulta de sumar las diferencias existentes entre el valor hipotético y el valor realizado (exportado) en ambos años.

Fuente: BCRP. Elaboración propia.

Recién en 1999 se generó una moderada recuperación en la producción y las exportaciones de los productos pesqueros tradicionales del Perú. Debido a la repoblación gradual de las especies anchoveta y sardina –al enfriarse las aguas del litoral peruano– se fue recuperando la pesca para la producción de harina y aceite de pescado; aunque con más períodos de veda para asegurar el crecimiento de las especies juveniles. En 1999, el monto de las exportaciones pesqueras tradicionales totalizó US\$ 600.5 millones; cifra modesta que representó sólo el 53.3% del total exportado en 1997 (US\$ 1,125.9 millones), pero superior en 46.5% a los US\$ 409.9 millones exportados en 1998. Si comparamos el monto exportado en 1999 con el estimado del valor hipotético de las exportaciones de productos pesqueros tradicionales, se habrían dejado de exportar US\$ 242 millones (US\$ 240.6 millones por harina de pescado y sólo US\$ 1.4 millones a aceite de pescado).

El trastorno climático del Niño también afectó la productividad y calidad de las cosechas de varios productos agrícolas. Igualmente afectó la comercialización de éstos, por los grandes estragos que sufrieron las vías de transporte por las lluvias torrenciales. Dicho fenómeno afectó especialmente

los cultivos de algodón, a tal punto que el Perú tuvo que importar algodón para cubrir los requerimientos internos de sector textil y de confecciones. Por cierto, las exportaciones de algodón y azúcar casi han desaparecido por completo en estos últimos dos años<sup>7</sup>.

Las exportaciones de productos agrícolas tradicionales (algodón, azúcar, café y resto de agrícolas) disminuyeron en US\$ 149 millones (en 31.6%) entre los años 1997 y 1998. Esta caída se debió más a la disminución en el precio internacional del café que a los efectos menores del Fenómeno del Niño sobre este producto. Entre las exportaciones tradicionales del sector agrícola, el café sigue siendo el único producto de importancia desde hace varias décadas.

El Perú tiene un déficit creciente de hidrocarburos, que es compensado con un volumen creciente de importaciones de petróleo y combustibles; sólo se exporta una parte de la producción doméstica, mayormente petróleo pesado. La caída en el monto de las exportaciones de petróleo y derivados en 1998, que fue de US\$ 143.9 millones (38.2%), se debió al fuerte descenso en la cotización mundial del barril de petróleo; el precio del petróleo nacional cayó de un promedio de US\$ 15.1 el barril en 1997 a un promedio de US\$ 9.0 en 1998. Estos precios tan bajos se debieron tanto al exceso de la oferta global (generada por la mayor producción de los países exportadores del petróleo y la menor demanda de combustibles de los países afectados por la crisis asiática), como a los bajos precios promedios de los petróleos pesados extraídos en el Perú. Posteriormente, los precios del petróleo se fueron recuperando desde el segundo semestre de 1999 (principalmente por las reducciones en los niveles de producción de los países de la OPEP, México y Noruega). En dicho año, las exportaciones de petróleo del Perú se incrementaron en US\$ 18.8 millones (8.1%).

El monto total de las exportaciones de productos tradicionales mineros, entre 1997 y 1998, se incrementaron en apenas US\$ 16.2 millones (hasta US\$ 2,746.7 millones). Esta cifra total no muestra lo que realmente sucedió con

---

7. Ambos productos agrícolas fueron los dos primeros rubros de exportación del Perú en los años 50; y que, si bien fueron desplazados en los años 60 por las exportaciones de cobre y de harina de pescado, siguieron siendo dos productos de exportación importantes hasta fines de la década de los sesenta.

la composición de nuestras exportaciones mineras; para saberlo es necesario analizar el desempeño de las principales exportaciones mineras del país. A pesar que las lluvias torrenciales y los desprendimientos de tierra (huaycos), provocados por el Niño de 1997-1998, dañaron grandes sectores de las principales carreteras del país en los primeros meses de 1998; estos perjuicios causaron solamente demoras en el despacho de los embarques mineros al exterior.

En cambio, la crisis asiática sí afectó desfavorablemente a nuestros principales productos mineros de exportación (excepto a las exportaciones de oro, plata refinada y hierro). Este *shock* externo deprimió sustancialmente los precios de los principales metales de exportación del Perú. Así, entre 1997 y 1998, el precio del cobre descendió en casi 27%, el del plomo lo hizo en algo más del 14%, y el del zinc en 18%. Por el lado de los volúmenes físicos exportados en 1998, éstos sufrieron sólo pequeñas variaciones: el volumen exportado del cobre decreció en sólo 3%, del plomo subió en sólo 2.8%, y del zinc subió marginalmente en apenas 0.7%. Así, el efecto de la baja de precios de tres de los principales metales de exportación (cobre, plomo y zinc) fue de una reducción de US\$ 439.9 millones en 1998.

La baja en la cotización del oro (del 12.3%) en 1998 se debió a una mayor oferta mundial de este metal precioso, proveniente del oro recientemente producido en el mundo y de las ventas de las reservas de oro (la desmonetización de dicho metal) de algunos bancos centrales europeos. No obstante tal baja del precio, ésta fue contrarrestada en exceso por el gran crecimiento alcanzado en la producción aurífera en el Perú; debido al gran desarrollo de la mina de Yanacocha en Cajamarca y las explotaciones de la nueva mina Pierina en Ancash. El valor las exportaciones de oro creció extraordinariamente en un 85.7%, de US\$ 500.1 millones a US\$ 928.5 millones. Lo que le permitió al oro convertirse en el primer rubro de exportación del Perú en 1998, desplazando a las alicaídas exportaciones del cobre y de harina de pescado de los primeros puestos en dicho año.

Durante 1999, el valor total de las exportaciones mineras subió en 9.5% con respecto al monto correspondiente de 1998. Sin embargo, la recuperación de las exportaciones mineras en tal año se debió nuevamente, en gran medida, al crecimiento extraordinario alcanzado por la producción y exportación de oro; tan es así que el Perú se ha convertido en el mayor productor de oro en

Sudamérica. Las exportaciones de oro sumaron US\$ 1,192.5 millones, US\$ 264 millones (28.4%) por encima del valor de las exportaciones de dicho metal en 1998. Por segundo año consecutivo, las exportaciones de oro ocuparon nuevamente el primer lugar entre todos los productos de exportación peruanos; desplazando a las exportaciones de harina y aceite de pescado y de cobre de los primeros lugares, y superando también los mayores niveles de exportación alcanzados por ambos rubros en el año 1997.

En el caso de las exportaciones de los otros productos mineros más importantes, algunos montos se estancaron o decrecieron y otros sólo crecieron modestamente durante 1999. Así, los valores de las exportaciones de cobre casi se estancaron en el último año (decrecieron marginalmente en 0.3%), afectados por el bajo precio del cobre que promedió 67.6 centavos de dólar la libra (31.9% menos que la cotización promedio del cobre en 1997). Esta fuerte caída fue compensada por un mayor volumen físico de exportación del 7.1%. A fines de 1999, se fue revirtiendo, en algo, la muy baja cotización del cobre, que ha llegado a precios alrededor de los 80 centavos de dólar la libra al inicio del 2000.

En resumen, para estimar los efectos de la crisis en las exportaciones de productos tradicionales, se puede asumir que –manteniendo en los años 1998 y 1999 los precios promedio alcanzados por estos productos en el año 1997, y con los volúmenes correspondientes a cada uno de los “commodities” exportados en los años 1998 y 1999– se obtienen los efectos precio (para ambos años) de US\$ 834 millones y US\$ 1,390 millones, respectivamente. Es decir, se llegaría a un total de US\$ 2,224 millones para los dos años (véase Cuadro 4). Sin embargo, si se considera el reciente cálculo del efecto precio para los volúmenes de exportación 1999, pero valorizados a precios promedio del año 1998, del Banco Central; dicho efecto sería de US\$ 542 millones<sup>8</sup>; reduciéndose el efecto precio (para ambos años) a US\$ 1,376 millones.

Para una mejor comprensión de estos dos resultados sobre los efectos precios estimados, hay que concluir que las cotizaciones de las principales exportaciones tradicionales del Perú fueron bastante favorables para el país en 1997, salvo los precios de los metales preciosos. Tomando 1994 como año

---

8. Cuadro 17, Memoria 1999, BCRP.

base, la evolución de los índices (nominales) fue favorable en 1997: en 66.5% para la harina y aceite de pescado; 48.8% el zinc; 33.6% el café; 21.5 el hierro; 15.4% el estaño; 4.3% el plomo; y 2.4% el cobre. En cambio, sólo fueron desfavorables en 11.9% para el oro; y en 9% la plata refinada<sup>9</sup>.

**CUADRO 4**  
**EFFECTO PRECIO SOBRE EL VALOR DE LAS EXPORTACIONES**  
**DE LOS PRINCIPALES PRODUCTOS TRADICIONALES DEL PERÚ**  
(Millones de US dólares)

	Valor Hipoté- tico 1/	Valor Realiza- do 1998	Efecto Precio 2/	Valor hipoté- tico 1/	Valor Realiza- do 1999	Efecto precio 2/
<b>I. Mineros</b>	<b>3,241</b>	<b>2,707</b>	<b>-534</b>	<b>3,739</b>	<b>2,977</b>	<b>-762</b>
Cobre	1,070	779	-291	1,146	776	-370
Estaño	119	122	3	132	133	1
Hierro	93	96	3	79	67	-12
Oro	1,055	925	-130	1,421	1,193	-228
Plata refinada	112	131	19	154	169	15
Plomo	241	209	-32	246	177	-69
Zinc	551	445	-106	561	462	-99
<b>II. Petróleo y Derivados</b>	<b>383</b>	<b>224</b>	<b>-159</b>	<b>264</b>	<b>247</b>	<b>-17</b>
<b>III. Pesqueros</b>	<b>370</b>	<b>410</b>	<b>40</b>	<b>890</b>	<b>601</b>	<b>-289</b>
Harina de pescado	356	392	36	789	533	-256
Aceite de pescado	14	18	4	101	68	-33
<b>IV. Agrícolas</b>	<b>499</b>	<b>318</b>	<b>-181</b>	<b>601</b>	<b>279</b>	<b>-322</b>
Algodón	4	4	0	2	2	0
Azúcar	26	27	1	9	9	0
Café	469	287	-182	590	268	-322
<b>V. Total</b>	<b>4,493</b>	<b>3,659</b>	<b>-834</b>	<b>5,494</b>	<b>4,104</b>	<b>-1,390</b>

1/ Volúmenes de exportación de 1998 o 1999 valorizados a precios promedio del año 1997.

2/ Diferencia entre el valor realizado y el valor hipotético.

Fuente: Cuadro 17, p. 46. Memoria 1998, BCRP. Se siguió la misma metodología, con la información preliminar disponible, para estimar el valor hipotético y el efecto precio del año 1999.

9. Anexo 30, Memoria 1999, BCRP.

### 3.2.2 *Efectos Sobre las Exportaciones No Tradicionales*

En el caso de las exportaciones de productos no tradicionales, es más difícil estimar los efectos de la crisis sobre el desempeño de estas exportaciones en los dos últimos años. En este caso, hay un mayor número de partidas y una gran diversidad de productos y de calidades, por lo que tendríamos que considerar una amplia gama de precios; no se trata pues de productos estandarizados con cotizaciones conocidas (como sí sucede con los productos tradicionales de exportación). Desde el punto de vista metodológico, sería algo errado generalizar que la gran mayoría de las variaciones que se han dado a partir de la crisis internacional en las cotizaciones y cantidades físicas de estas partidas, se deban exclusivamente a la influencia de ella. Lo que sí se puede generalizar es que los precios de las exportaciones no tradicionales fueron menos volátiles a los cambios en la demanda externa que se dieron en los mercados deprimidos por la crisis. También, los efectos desfavorables del Fenómeno del Niño de 1997-98 en las exportaciones de productos agropecuarios y pesqueros no tradicionales fueron reducidos y, por lo tanto, no han sido estimados en este trabajo.

Si observamos las cifras preliminares del BCRP, vemos que las exportaciones de productos no tradicionales, en conjunto, bajaron moderadamente en US\$ 79.6 millones (3.9%) y en US\$ 92.7 millones (4.7%) en los años 1998 y 1999, respectivamente. En el primer año, además de las menores exportaciones de productos agropecuarios y pesqueros, resultantes del último Fenómeno del Niño, se redujeron las exportaciones textiles, por la menor demanda de productos textiles en los mercados externos.

En 1999 las exportaciones de productos agrícolas se recuperaron en 34.2%, debido a las mejores condiciones climáticas, llegando a US\$ 405.4 millones; monto récord muy por encima de los niveles de exportación alcanzados en años previos, al normalizarse las condiciones del clima e incrementarse los esfuerzos de exportación de algunos empresarios del agro; destacándose las exportaciones de espárragos, frutas y otros productos vegetales. Las exportaciones no tradicionales del sector pesquero se redujeron por la escasez de ciertas especies marinas que generó el calentamiento de las aguas marinas en 1997-1998. Así, bajaron las exportaciones de conservas y pescado congelado, y sí subieron las exportaciones de concha de abanico (especie de aguas cálidas). Tanto en 1998 como en 1999, estas exportaciones pesqueras decre-

cieron bastante; primero en 19% y luego en 15.4% anual, por menores ventas de langostino, concha de abanico y pescado congelado. Una plaga marina, la mancha blanca, afectó la producción de langostinos a partir de 1999; por lo que se cerró en dicho año con US\$ 190.2 millones exportados de productos pesqueros no tradicionales, monto muy por debajo de los US\$ 277.5 millones exportados en 1997.

Si se quisiera cuantificar aproximadamente las secuelas del Fenómeno del Niño en las exportaciones pesqueras no tradicionales, en los años 1998 y 1999; se podría comparar los valores anuales exportados en ambos años con el monto realizado durante 1997. Sin embargo, al igual que el caso de las exportaciones de harina y aceite de pescado, 1997 fue un año muy excepcional para esta actividad. Por lo que si se promedia los montos exportados en el período 1993-1997, unos US\$ 210.2 millones anuales, este promedio apenas si supera en algo el promedio anual exportado (en 1998-1999) de US\$ 207.5 millones; por lo que en este caso se estima conveniente no incluir aquí estos efectos menores del Fenómeno del Niño.

En resumen, se puede concluir que la coyuntura negativa de la crisis afectó directamente a ciertas exportaciones de productos no tradicionales del país, pero no en la misma magnitud en que ésta influenció en los rubros de exportación tradicionales. Repitiendo patrones previos de crisis externas anteriores, vemos que las exportaciones de productos primarios siguen siendo los bienes más afectados por la disminución en la demanda externa y las grandes bajas en sus cotizaciones. Los productos manufacturados fueron esta vez más afectados por la crisis asiática que en épocas previas de crisis externas. Ya que esta vez los “tigres asiáticos”, después de devaluar fuertemente sus monedas, inundaron con sus productos baratos los mercados mundiales; porque además de ingresar a nuevos mercados a través del “dumping” de precios, les urgía reducir sus excesivas existencias para así cubrir sus urgentes necesidades de caja y atender el pago de sus enormes obligaciones financieras, contratadas en exceso.

### *3.2.3 Efectos Sobre las Importaciones*

Es importante señalar también que los efectos negativos del Fenómeno del Niño han jugado un rol importante no recogido en las estadísticas de importación del 1998 y, en menor medida, 1999. La desaparición o escasez

de la biomasa de anchoveta y sardina redujo considerablemente la pesca industrial, provocando menores volúmenes de producción y de exportación de harina y aceite de pescado. La escasa actividad en este sector no generó cierta demanda potencial de insumos, productos intermedios y, en menor medida, de maquinaria y equipo importados. Luego, esta situación interna generó menos importaciones y, por lo tanto, un ahorro potencial de divisas y un menor déficit comercial y de cuenta corriente, sobre todo durante el año 1998.

Como se ha señalado antes, el valor total de las importaciones del año 1998 decreció en US\$ 330.2 millones (3.9%) con relación al total importado en 1997; para 1999, la caída en las importaciones totales fue mucho mayor, de US\$ 1,493.5 millones (18.2%). Lo que comprueba que los efectos de la recesión interna se manifestaron más intensamente durante el año 1999. Si analizamos más en detalle cada rubro individual de los principales componentes de las importaciones, según su uso o destino económico (ver Cuadro 5), podemos señalar que el desenvolvimiento de cada rubro ha dependido, en mayor o menor grado, de la evolución de la economía doméstica; particularmente de la demanda agregada interna y de la disponibilidad del crédito local y su costo.

Las importaciones de bienes de consumo (duradero y no duradero) se relacionan muy estrechamente con los niveles de ingreso y de consumo privado de la población. La recesión económica interna en el Perú se inició en el año 1998 y se intensificó en 1999, reduciendo la capacidad adquisitiva del consumidor peruano, sobre todo en el último año. Los consumidores en general tienen una elasticidad-ingreso de demanda por bienes de consumo no duradero menor que la correspondiente a los bienes de consumo duradero. Los datos de las importaciones de bienes de consumo lo confirman; durante 1998, el incremento en las importaciones de bienes de consumo no duradero fue de US\$ 39 millones (3.5% anual), mientras que las importaciones de bienes de consumo duraderos mostraron un decremento de US\$ 65 millones (8.1%). En 1999, la recesión económica se generalizó en todos los sectores, las importaciones de ambos grupos de bienes de consumo disminuyeron significativamente; el grupo de bienes de consumo no duradero decreció en US\$ 214 millones (18.7%); mientras que los bienes de consumo duradero experimentaron una caída más marcada, de US\$ 231.5 millones (o del 31.4%).

CUADRO 5  
 IMPORTACIONES SEGÚN USO O DESTINO ECONÓMICO DEL PERÚ

	(Millones de US dólares)			(Variación Porcentual)	
	1997	1998	1999	1998/1997	1999/1998
I. Bienes de consumo	1,909.9	1,883.8	1,438.3	-1.4	-23.7
No duradero	1,107.3	1,146.3	932.3	3.5	-18.7
Duradero	802.6	737.6	506.1	-8.1	-31.4
II. Insumos	3,436.6	3,386.2	3,015.4	-1.5	-11.0
Combustibles y lubricantes	780.2	579.9	640.6	-25.7	10.5
Materias primas para agricultura	201.9	204.2	185.1	1.1	-9.4
Materias primas para industria	2,454.4	2,602.1	2,189.7	6.0	-15.9
III. Bienes de capital	2,816.4	2,602.4	2,139.5	-7.6	-17.8
Materiales de construcción	244.4	215.3	198.8	-11.9	-7.7
Para la agricultura	28.3	44.8	65.6	58.3	46.4
Para la industria	2,037.1	1,768.2	1,396.6	-13.2	-21.0
Equipos de transporte	506.5	574.4	478.5	13.4	-16.7
IV. Otros bienes 1/	389.8	349.9	135.6	-10.2	-61.3
V. Total importaciones	8,552.6	8,222.4	6,728.9	-3.9	-18.2
<b>Principales alimentos 2/</b>	<b>699.6</b>	<b>779.7</b>	<b>574.6</b>	<b>11.5</b>	<b>- 26.3</b>

Cifras preliminares para 1998 y 1999.

1/ Comprende la donación de bienes, el ingreso de bienes bajo arrendamiento financiero y demás bienes no considerados según el clasificador utilizado.

2/ No incluye alimentos donados.

Fuente: Anexo 27, Memoria 1999. BCRP

Por la menor producción agrícola interna, a raíz del fuerte Fenómeno del Niño, se incrementaron las importaciones de alimentos en casi US\$ 80 millones (11.4%) por mayores compras de azúcar, arroz y aceite vegetal. El Banco Central, para 1998, indica que el efecto precio fue favorable en US\$ 62 millones, por los menores precios promedio del trigo (US\$ 27 millones), maíz (US\$ 21 millones) y soya (US\$ 15 millones). Al profundizarse la recesión en 1999, las importaciones de bienes de consumo en general bajaron aun

más (US\$ 445.5 millones), tanto por las menores compras del exterior de bienes no alimenticios como de los principales alimentos básicos.

Es necesario recalcar que esta vez los efectos de la crisis jugaron temporalmente a favor de consumidores peruanos, ya que ellos se beneficiaron de la reducción de precios de los alimentos básicos en los mercados externos. Pero tanto la contracción de la demanda interna durante 1999 (que redujo la capacidad adquisitiva de gran parte de la población), como la escasez y el alto costo de los créditos del sistema bancario local, redujeron sustancialmente la importación anual de estos alimentos básicos, en US\$ 205.1 millones (26.3%), alcanzando un total de US\$ 574.6 millones.

Los efectos de la crisis sobre las importaciones de insumos y bienes de capital no fueron tan inmediatos, como sí fueron tales efectos en las exportaciones del Perú en estos dos años. Dichas influencias recién se manifestaron posteriormente, a través de la recesión interna y la paralización de grandes proyectos mineros; cuando estos hechos dieron lugar a menores importaciones de insumos y bienes de capital. Sin embargo, no todos los efectos de la crisis fueron negativos; tenemos el caso de los muy bajos precios reales de los hidrocarburos durante 1998 y el primer trimestre de 1999.

Así fue como el Perú obtuvo en 1998 un ahorro anual de US\$ 48.6 millones, al reducirse el déficit de hidrocarburos de US\$ 403.8 millones a US\$ 347.4 millones. Pero en 1999, al revertirse los bajos precios del petróleo y sus derivados en el segundo trimestre, y seguir subiendo éstos rápidamente durante el segundo semestre, nuevamente se incrementó la brecha externa en los hidrocarburos; llegando ésta a US\$ 389,3 millones. Es bueno recalcar que en 1999, por la recesión interna, se importaron menores volúmenes físicos de petróleo y combustibles; pero el efecto de la subida de precios fue mayor que el efecto logrado por la reducción en los volúmenes importados. Esta vez los principales países productores y exportadores de petróleo, mayormente de la OPEP —que representan el 40% de la oferta mundial de petróleo—, redujeron sustancialmente sus niveles de producción; incrementándose los precios del petróleo a niveles históricamente muy altos a principios del año 2000.

Resumiendo los efectos de la crisis sobre las importaciones peruanas durante 1998 y 1999, éstos no fueron tan inmediatos como los efectos sobre las exportaciones tradicionales; sino que fueron indirectos, a través de los

efectos de la recesión interna (en gran parte ocasionada por la crisis externa). Teniendo en cuenta las importaciones 'potenciales' no realizadas de insumos y bienes de capital, por la reducida producción y exportación de harina y aceite de pescado (consecuencia del Fenómeno del Niño); y si se asume que las condiciones económicas durante dicho bienio fueron iguales a las existentes en 1997. Los valores estimados de las importaciones hubiesen sido mayores en US\$ 330 millones (1998) y US\$ 1,824 millones (1999); es decir, habrían totalizado US\$ 2,154 millones adicionales en ambos años. Este monto sería el estimado grueso en las importaciones del efecto total del decrecimiento y la recesión interna, afectados por la crisis externa y el Fenómeno del Niño de 1997-98.

### *3.2.4 Efectos sobre los Términos de Intercambio*

Antes de concluir todo lo referente al análisis de la balanza comercial, es bueno resumir los efectos que han tenido los precios de nuestras exportaciones e importaciones en la economía peruana, en los años 1998-1999. Podemos afirmar que la crisis fue la causa principal que generó una caída de términos de intercambio promedio del 13.8% para 1998, según el Banco Central, la mayor en las últimas cuatro décadas para la economía peruana. Los precios de nuestras exportaciones cayeron en dos dígitos, promediando 18.2%, durante 1998; y en un dígito, promediando 6.7%, en 1999. Pero también bajó, a un promedio anual de 3.1%, el índice de precios de las importaciones peruanas, desde mediados de 1997; para hacerlo en forma más notoria, durante el año 1998, a un promedio anual de 5.1%. Para 1999, el deterioro de los términos de intercambio, de 6.6% anual, se debió casi en su totalidad a la disminución del índice de precios de las exportaciones, frente a la estabilidad y posterior recuperación de los precios de las importaciones en los últimos meses de dicho año.

Es decir, la economía peruana importó un moderado proceso de deflación de precios de la economía mundial, generado en gran parte por la crisis internacional y la reducción de la demanda global. Esta caída en las cotizaciones internacionales de los "commodities" (productos básicos), y en especial del petróleo, fue complementada por una tendencia deflacionaria interna, bastante marcada, en los precios de los productos domésticos de la economía peruana. La que fue generada por: 1. La recuperación en los niveles de producción agrícola, al desaparecer los efectos del Fenómeno del Niño; 2. La

recesión interna, que se generalizó en casi todos los sectores productivos; y 3. Porque muchas empresas locales se vieron obligadas a liquidar sus inventarios acumulados, para obtener cierta liquidez, al romperse la cadena de pagos entre un gran número de empresas. Estas dos tendencias deflacionarias permitieron que los precios de los bienes transables en los mercados nacionales tendieran a bajar, para compensar la menor demanda interna y el menor consumo privado que generó la recesión interna y los menores ingresos de los consumidores.

### 3.3 *Efectos sobre la Cuenta de Servicios*

La cuenta (o balanza) de servicios, el llamado comercio invisible, comprende a todos los servicios prestados (exportaciones) y recibidos (importaciones) del resto de países. Una buena parte de los rubros de la balanza de servicios comprenden a los ingresos y egresos por servicios que acompañan a los flujos de comercio exterior, como los fletes de transporte (en todas sus modalidades), los seguros de embarque y otros gastos conexos a las actividades del comercio exterior. Por lo tanto, el desempeño comercial de un país y el nivel de desarrollo de sus servicios, influyen mucho en el saldo resultante (déficit o superávit) de la cuenta de servicios. Igualmente, se incluyen en esta cuenta otros servicios brindados (al) o recibidos (del) exterior de carácter financiero, de informática, las regalías y derechos de licencia y otros servicios empresariales. También, se incluyen en esta cuenta los ingresos por los servicios brindados dentro del país a los turistas y viajeros no residentes, como los gastos efectuados en el extranjero por los viajeros y turistas residentes en el Perú.

La balanza de servicios de la economía peruana siempre ha sido deficitaria. Se llegó a un déficit récord de US\$ 767 millones en el total de la cuenta servicios en 1997. En el siguiente año, se dio una mejora considerable en la balanza de servicios al reducirse el saldo total negativo en US\$ 174 millones (o en 22.7%). Lo que se debió a varias razones: los ingresos aleatorios en la cuenta seguros y reaseguros, por pagos del exterior relacionados con la siniestralidad que afectó a varios sectores productivos del país, a causa del fuerte Fenómeno del Niño; los mayores ingresos al país de viajeros y turistas no domiciliados en el rubro de viajes; y por el menor déficit en otros servicios privados. Jugó en contra de la mejora experimentada en 1998, el incremento en el saldo negativo de servicios de transporte (de fletes y pasajeros) y un

menor ingreso del exterior por los servicios de comunicaciones.

De las cifras preliminares de 1999, se desprende que hubo un muy pequeño incremento (deterioro) de sólo 1.2% en el déficit total de servicios, que se debió principalmente a que se revirtió la situación extraordinaria del año anterior –mayores pagos aleatorios recibidos del exterior por seguros y reaseguros– y el saldo neto de ingresos y pagos por seguros y reaseguros con exterior se incrementó en 116.1%. También, se redujeron los ingresos netos del exterior por comunicaciones. Esta reversión del déficit fue contrarrestada por una reducción en los fletes de transporte, por las menores compras de bienes al exterior; que fue más que contrarrestada por los menores ingresos del exterior (US\$ 93 millones), a causa de la reducida participación de naves y aviones peruanos en el transporte internacional de carga y pasajeros –La línea aérea Aeroperú dejó de operar desde Marzo de 1999. El déficit no creció más debido al incremento neto de US\$ 53 millones en la cuenta viajes, por mayores ingresos turísticos para el Perú; y por la contratación (mejora) de US\$ 61 millones (11.1%) de otros servicios del exterior a causa de la recesión interna.

En el caso de un estimado aproximado de los efectos de la crisis sobre la cuenta de servicios, y aplicando el supuesto de mantener las cifras de 1997 como base de comparación; sólo tomamos en cuenta los fletes de transporte ahorrados por las menores actividades comerciales durante 1998 y 1999, se habría logrado un ahorro de US\$ 62 millones para el bienio. No se ha estimado el efecto en el rubro de seguros y reaseguros, porque no se ha tenido acceso a los datos desagregados de este rubro. Sí se ha considerado un ahorro estimado de US\$ 151 millones, para 1998 y 1999, en el rubro otros servicios por los menores egresos derivados de la contratación de servicios en el exterior (por las empresas de inversión directa extranjera), servicios empresariales, profesionales y técnicos del exterior. En resumen, el efecto total de la crisis en la cuenta servicios habría sido un ahorro de aproximadamente US\$ 213 millones, en ambos años.

### ***3.4 Efectos sobre la Cuenta Renta de Factores***

El saldo deudor de la cuenta renta de factores decreció hasta alcanzar la suma de US\$ 1,488 millones en 1998, 25.6% menos entre los años 1995

y 1998. Porque al haberse negociado una nueva programación de los vencimientos de la deuda externa pública del Perú con los gobiernos extranjeros, los organismos multilaterales de crédito y la banca privada extranjera, se redujo sustancialmente el servicio anual (intereses y comisiones) de la deuda externa pública, sobre todo desde 1997 hasta 1999. Pero los pagos serán mayores en los próximos años al vencer montos mayores por intereses de la deuda externa (pública) reprogramada.

Como se indicó en la Introducción, la crisis afectó a la economía peruana ya golpeada por el fuerte Fenómeno del Niño, lo que dio lugar a una recesión que deprimió la demanda interna; situación que se complicó aun más con el rompimiento de la cadena de pagos entre las empresas, y por la falta del financiamiento adecuado e inmediato (del sistema financiero nacional) para recomponer la cadena de pagos. Las inversiones extranjeras en el Perú no pudieron sustraerse a esta contracción económica interna y, probablemente, también tuvieron menores beneficios durante estos dos años de análisis; por lo que hubo menores remesas de utilidades y dividendos a sus empresas matrices en el exterior. Probablemente, estas empresas se vieron forzadas a capitalizar utilidades y retener ganancias no distribuidas, para así resolver los problemas de falta de liquidez interna y poder continuar con sus operaciones locales.

Las cifras confirman esta apreciación; éstas indican que las remesas al exterior (de utilidades y dividendos) bajaron en US\$ 124 millones (24.6%) en 1998, y en US\$ 88 millones (23.2%) en 1999. En cambio las utilidades capitalizadas y los beneficios no distribuidos (que se quedaron dentro de las empresas subsidiarias en el Perú) aumentaron en US\$ 32 millones (46.4%) en 1998, y en US\$ 79 millones (78.2%) en 1999. Por supuesto que éstas son sólo estimaciones aproximadas de los efectos de la crisis en estos rubros de esta cuenta, ya que la utilización de estos beneficios de ejercicios anteriores de algunas de las empresas extranjeras situadas en el Perú se podría deber a planes de expansión propios o de otra índole de estas compañías transnacionales, y no tanto a la falta de liquidez generada por la situación externa e interna.

Otro rubro de esta cuenta, que también ha sido afectado por la coyuntura externa negativa en los mercados financieros globales, sobre todo cuando estalló la crisis rusa, es el de egresos de intereses del sector privado. En 1998

hubo un mayor egreso de US\$ 169 millones (31.7%) sobre la cifra correspondiente de 1997. Gran parte de este mayor egreso fue por un mayor pago de intereses al exterior de corto plazo del sector empresarial privado; lo que demuestra que el sector privado ha dependido para su financiamiento más de los préstamos a corto plazo que de los de mediano y largo plazo. En cambio, los egresos por pago de intereses del sector privado en 1999 fueron algo menores que los montos de 1998, pero se debieron más a una menor salida de pagos por intereses al exterior de corto plazo. Es decir, los egresos privados por intereses de corto plazo mostraron una gran volatilidad entre 1997 y 1999; en cambio, los egresos privados por intereses de largo plazo mostraron una tendencia creciente en los tres años.

En el caso de los egresos por intereses del sector público al exterior, éstos permanecieron más o menos estables durante el período 1997 y 1999; lo que se explica por lo ya dicho antes sobre la reprogramación de la deuda externa pública del Perú. Los alivios en esta cuenta se dan plenamente a partir del año 1997, al reducirse los pagos anuales de los intereses de largo plazo de la deuda externa del Estado negociada con los países acreedores del Club de París, y al fijarse sólo pagos semestrales de los intereses de los Bonos Brady desde el tercer trimestre de 1997 (de US\$ 79 millones).

Finalmente, por las razones antes señaladas, es difícil evaluar con exactitud los efectos directos de la crisis sobre los ingresos y egresos originados por renta de los factores dentro del país a los agentes económicos en 1998 y 1999. No obstante, se puede generalizar que la contracción en el crecimiento económico y la recesión interna (generada por el *shock* externo) sí han afectado la rentabilidad de las inversiones internas y, por lo tanto, limitado la capacidad de pago de la economía doméstica para cumplir con los desembolsos del servicio de la deuda pública y privada del país. Es bueno señalar aquí que las condiciones de pago de la deuda externa pública del Estado peruano se negociaron y reprogramaron (con el Club de París y la banca internacional) sobre supuestos muy optimistas: un cálculo del PBI que estaba sobrestimado en 10%, y años normales de crecimiento económico sostenido. Ambos no se han cumplido en estos últimos dos años, por lo que es probable que se presenten dificultades con dichos pagos en el futuro, si es que no se genera una pronta recuperación de la economía peruana en el corto plazo.

#### 4. EFECTOS DE LA CRISIS SOBRE LA CUENTA FINANCIERA

Los efectos más visible de la Crisis externa se dieron por el lado de los flujos financieros, ya que éstos salieron apresuradamente de las economías más afectadas por las turbulencias y la volatilidad de las bolsas en general. El mercado financiero peruano no se pudo sustraer de este fenómeno global; por lo que es muy importante tratar de medir aproximadamente los efectos financieros de este *shock* externo. Ahora toca ver cómo se desempeñó la cuenta financiera de la balanza de pagos del Perú en este contexto.

Siguiendo la clasificación de balanza de pagos del BCRP, esta cuenta general consta a su vez de tres cuentas específicas: la del sector privado, la del sector público y la de capitales de corto plazo. Hay que recordar que estas cuentas registran los movimientos de activos y pasivos financieros de residentes del país –incluyendo al Estado peruano– con todos los residentes del resto del mundo –inclusive los otros gobiernos y entes multinacionales. Hay que recordar que las cifras estadísticas que se dan aquí son saldos netos positivos o negativos de cada rubro.

En 1997 el saldo neto positivo (o superávit) de US\$ 5,705 millones de la cuenta financiera superó en gran medida al déficit de la cuenta corriente en dicho año, que llegó a la cifra de US\$ 3,059 millones. Si consideramos en conjunto a los saldos netos favorables del sector privado y del sector público (US\$ 3,064 millones) de la cuenta financiera, vemos que ambos saldos solventaron el íntegro del déficit corriente (sobrando US\$ 5 millones). Mientras que los US\$ 2,641 millones de capitales de corto plazo contribuyeron a la ganancia de reservas internacionales netas para el país y a compensar el saldo negativo de financiamiento excepcional de US\$ 829 millones<sup>10</sup>.

Pero en 1998 la situación cambió radicalmente, el déficit de cuenta corriente subió en US\$ 575 millones hasta llegar a US\$ 3,634 millones; mientras que el superávit en la cuenta financiera bajó en US\$ 3,987 millones para llegar a sólo US\$ 1,718 millones. Este monto financió el 47.3% del déficit corriente, US\$ 365 millones de financiamiento excepcional cubrieron

---

10. Los US\$ 829 millones son el resultado de créditos por US\$ 4,873 millones de bonos Brady, por US\$ 431 millones de refinanciación y por US\$ 6 millones de condonación de deuda externa; y de débitos por US\$ 6,139 del flujo de atrasos netos.

el 10%, US\$ 546 millones de errores y omisiones netos se encargaron del 15%, y una gran reducción de US\$ 1,006 millones en el flujo de reservas netas cerró la brecha de 27.7% del déficit de cuenta corriente en 1998.

Según las cifras preliminares, en 1999 el déficit en cuenta corriente llegó a US\$ 1,817 millones. El saldo de la cuenta financiera cayó inmensamente, bajó a US\$ 760 millones; por lo que sólo financió esta vez el 41.8% de dicho déficit; el saldo neto de financiamiento excepcional (US\$ 18 millones), apenas cubrió el 1%; US\$ 264 millones (por errores y omisiones netos) representó el 14.5%; y una reducción de US\$ 775 millones en las reservas internacionales netas del Perú se encargó del restante 42.7% del déficit de cuenta corriente en 1999.

Se puede resumir tentativamente que los años 1998 y 1999 han sido muy desfavorables, desde el punto de vista financiero, para la economía peruana. Se tuvo que recurrir al empleo de US \$ 383 millones de financiamiento excepcional y a la pérdida de reservas netas del BCRP por US\$ 1,781 millones, para cubrir los efectos financieros negativos del *shock* externo; los que ya se están revirtiendo algo en el año 2000.

#### **4.1 Efectos sobre la Cuenta Financiera del Sector Privado**

De los datos estadísticos recogidos, se puede afirmar que la subcuenta más afectada por la incertidumbre financiera global desde mediados de 1997 fue la inversión en cartera, principalmente la inversión de portafolio (de cartera) de los no residentes en la Bolsa de Valores de Lima (BVL). Estos inversionistas comenzaron a efectuar retiros netos –es decir, vendieron más acciones de las que compraron– de sus inversiones de la BVL desde el tercer trimestre de 1997, coincidiendo con el comienzo de la crisis asiática; para luego alcanzar montos más elevado de retiros entre el tercer trimestre de 1998 y el primer trimestre de 1999 (US\$ 642 millones), coincidiendo esta vez con la crisis rusa y la situación crítica del Brasil. Según datos de las últimas dos Memorias del BCRP, la firma Telefónica compró US\$ 360 millones (en 1998) y US\$ 163 millones (en 1999) de sus American Depositary Receipts (ADR's) en la Bolsa de Nueva York. Es decir, dicha empresa fue responsable por US\$ 523 millones (66.8%) de los US\$ 783 millones que corresponden al flujo por participación de capital (de cartera) negativo en ambos años.

El otro rubro (aún pequeño) de la inversión de cartera del sector privado lo constituye los bonos y otros instrumentos de renta fija emitidos por empresas residentes en Perú y colocados en el exterior. La globalización de los mercados financieros ha permitido el acceso de las grandes empresas locales a este financiamiento de mediano y largo plazo, en condiciones mucho más favorables de las que ofrece el sistema financiero nacional. En términos netos el monto –la emisión menos la redención de estos instrumentos– mostró un superávit de US\$ 250 millones en 1997, que descendió hasta US\$ 148 millones en 1998, y se convirtió en un déficit de US\$ 25 millones en 1999.

En cambio, la inversión directa no vinculada con la privatización mostró cifras positivas de crecimiento en 1998, US\$ 268 millones más que el año anterior, que se dirigieron principalmente a los sectores petrolero, servicios e industria. Posteriormente, en 1999, la inversión directa decreció en US\$ 70 millones con respecto al año anterior. El endeudamiento neto de largo plazo del sector privado mostró saldos decrecientes en ambos años (US\$ 61 millones), porque las amortizaciones (US\$ 215 millones) fueron mayores que los desembolsos (US\$ 154 millones); pero los sectores favorecidos fueron la minería y los servicios. La subcuenta de inversión directa sin privatización es la que mayor participación tiene en el total de la cuenta financiera del sector privado; así, su participación subió de 63% en 1997 hasta una participación del 93.2% en 1998, para luego bajar a 85.7% en 1999. Esta mayor participación se debió a dos factores: al crecimiento sostenido hasta el año 1998 de la inversión directa no vinculada a la privatización, que se redujo algo en 1999; y a la gran salida de inversión foránea de la Bolsa de Valores de Lima durante los dos años.

La inversión directa por la privatización decayó mucho en 1998, ya que sólo ingresaron US\$ 60 millones; luego, en 1999, este rubro se recuperó en algo (US\$ 219 millones); para el trienio suman US\$ 424 millones. Estos son los resultados de las demoras y postergaciones del Ejecutivo en lo que resta del proceso de privatización y de concesiones. Como dato adicional es bueno recordar que entre los años 1992 y 1996 el Perú recibió US\$ 4,650 millones del exterior, por concepto de inversión directa por la privatización de empresas públicas en los sectores de telecomunicaciones, energía eléctrica, minería y petróleo, pesca, industria, transporte y banca. En 1994, el país recibió el monto récord de US\$ 2,241 millones, gran parte del que corresponde a la inversión de Telefónica de España en nuestro mercado. Este fue el único año

en que este rubro superó a las otras tres subcuentas, alcanzando algo más del 58% de esta cuenta general.

#### ***4.2 Análisis de la Cuenta Financiera del Sector Público***

Antes de continuar con el análisis de esta cuenta, es conveniente que se aclare que los activos y pasivos financieros del sector público (de mediano y largo plazo) no han sido afectados directamente por la crisis internacional de estos dos últimos años. El saldo total de esta cuenta casi siempre ha sido deficitario (de signo negativo) durante la década de los noventa; salvo durante los años en que los desembolsos recibidos fueron mayores que las amortizaciones de los préstamos pasados (casos de 1997 y 1999). Lo que demuestra que el Estado peruano depende de préstamos y de ayuda económica del exterior para cubrir sus inversiones de mediano y largo plazo.

El saldo total positivo de US\$ 601 millones en 1997 –a diferencia del saldo total negativo de US\$ 414 millones en 1996– muestra un hecho puntual de mucha trascendencia para el Perú, la inclusión de las operaciones derivadas del Plan Brady. Es decir, el desembolso por US\$ 790 millones dirigido a financiar el pago inicial de dicho Plan y la adquisición neta por US\$ 133 millones para la compra de bonos cupón cero como garantía a los Bonos Brady. Es bueno señalar que también en 1997, los proyectos de inversión del Estado han tenido una participación preferente, ya que subieron de US\$ 440 millones en 1996 a US\$ 855 millones en 1997. Estos desembolsos se dirigieron especialmente a proyectos de inversión en los sectores de infraestructura económica (sectores transporte, energía) y de producción (principalmente a través de COFIDE). Los principales entes multilaterales de crédito que han financiado estos proyectos de inversión han sido el BID, el Banco Mundial y las otras agencias de desarrollo de los EE.UU. y del Japón.

El saldo total de la cuenta financiera del sector público fue negativo, en un monto de US\$ 57 millones, en 1998; porque los US\$ 658 millones de diferencia con respecto al saldo total de 1997 se debieron a la ejecución del Plan Brady en dicho año. En 1998, el monto desembolsado para proyectos de inversión descendió en US\$ 175 millones, pero en cambio sí subió en un 42% los desembolsos destinados a los proyectos de inversión en los sectores

de la infraestructura social: US\$ 121 millones en vivienda y US\$ 43 millones en educación, casi todos financiados por el BID o el Banco Mundial.

Las amortizaciones de la deuda pública externa se incrementaron moderadamente (en US\$ 22 millones) durante 1998, con respecto a 1997. Del análisis de la composición de dichas amortizaciones, vemos que el Perú se favoreció en la realidad porque se le condonó una suma apreciable de la deuda pública externa por US\$ 156 millones (frente a los US\$ 5 millones por condonaciones en 1997), se hicieron pagos por US\$ 677 millones en su fecha de vencimiento (contra US\$ 786 millones en 1997); en cambio, US\$ 26 millones fueron por alivios de refinanciación (US\$ 46 millones en 1997).

De las cifras preliminares para 1999, el saldo total de esta cuenta financiera del sector público en 1999 fue nuevamente positivo, porque los desembolsos recibidos de la deuda pública se incrementaron sustancialmente, en US\$ 447 millones, muy por encima de las mayores amortizaciones del sector público en dicho año. Este saldo total favorable se dio principalmente por los mayores desembolsos recibidos de libre disponibilidad en el segundo y cuarto trimestre del año pasado, y que sumaron US\$ 414 millones para todo el año (US\$ 178 millones del BIRF y US\$ 236 del BID), primeros desembolsos de dos préstamos por US\$ 300 millones cada uno para el apoyo al sector financiero peruano afectado por la crisis.

Del total de desembolsos recibidos en 1999, US\$ 815 millones, 66% fueron destinados a proyectos de inversión –US\$ 317 millones se destinaron a sectores productivos, y US\$ 209 millones a la infraestructura económica. Para la infraestructura social se destinó los US\$ 280 millones remanentes; financiados por el BID, Banco Mundial y préstamos del Japón. Los créditos recibidos para los sectores productivos fueron canalizados a través de COFIDE, y fueron concedidos por el BID, la CAF, los países miembros del Club de París y la banca internacional.

Cabe reiterar de nuevo, que la economía peruana se verá premiada a partir del año 2000, cuando comenzarán a vencer las mayores amortizaciones de su deuda externa negociada con el Club de París y a través del Plan Brady. Por lo que se entiende la compra hecha por el Banco de la Nación, en el mercado secundario, de Bonos Brady del Perú por US\$ 128 millones, en el primer trimestre de 1999; para venderlos a fin de año por US\$ 269 millones,

lo que ha permitido reducir la deuda Brady por el equivalente nominal de US\$ 403 millones<sup>11</sup>.

#### *4.3 Efectos sobre la Cuenta Financiera de Capitales de Corto Plazo*

El saldo o flujo neto positivo de capitales de corto plazo llegó a los US\$ 2,641 millones en 1997; siendo las empresas bancarias las que ocuparon el primer lugar, ya que éstas se endeudaron (en términos netos) en US\$ 1,346 millones por la mayor disponibilidad de líneas de crédito del exterior al Perú. Esto sucedió después de que nuestro país se reincorporara al mercado financiero internacional; se generaron mayores flujos financieros a menores costos relativos: por la mejora en la apreciación riesgo-país de la economía peruana, por la ausencia de controles a los capitales del exterior, y por no existir ningún requisito de encaje legal para los créditos de corto plazo del exterior al sistema financiero local. Sólo en 1997, el segundo lugar correspondió al Banco de la Nación porque éste tuvo una reducción de activos netos de US\$ 1,162 millones, asociada con el pago inicial de la deuda externa por el Plan Brady.

Todo lo contrario sucedió en 1998 y 1999, agregando los montos de ambos años se tiene un flujo neto negativo de capitales de corto plazo al exterior del orden de US\$ 1,859 millones; generado por el menor endeudamiento de las empresas bancarias –particularmente desde el tercer trimestre de 1998 hasta el tercer trimestre de 1999– y por la menor pérdida de activos del Banco Central de la Nación, que fue particularmente elevada en 1997. Estos reflujos de capital de corto plazo del país hacia el exterior fueron motivados por las crecientes restricciones en el crédito a los países emergentes y en vías de desarrollo generadas por la crisis. La que también afectó los flujos netos de capital de corto plazo de las entidades financieras no bancarias en 1999 y del sector no financiero a partir del cuarto trimestre de 1998 y en 1999, tornándolos negativos.

A la falta de liquidez interna temporal, hubo que agregarle el mayor costo financiero del exterior, cuando creció fuertemente la apreciación riesgo-país

---

11. Tomado de la Memoria 1999, BCRP.

de la economía peruana en los mercados financieros extranjeros. Así, para el segundo semestre de 1998 se estimó entre 12% y 17% la tasa de interés internacional relevante para la economía peruana, al incrementarse el “spread” correspondiente al riesgo-país y que fluctuó entre 10 % y 7% anual para dicho segundo semestre<sup>12</sup>. Ya a inicios del año 2000 el “spread” riesgo-país disminuyó, esperándose de que éste tienda a elevarse en vísperas de las elecciones políticas del 9 de marzo del 2000 si la inseguridad política aumenta.

En este documento no se efectúa el análisis de los efectos de la crisis en la posición de saldos de inversión y deuda con el exterior del Perú. Sin embargo, recogiendo lo señalado en el documento original<sup>13</sup>, se puede concluir que los efectos del *shock* externo se sintieron principalmente en cuatro frentes financieros:

1. Hubo un recorte sustancial de créditos del exterior, principalmente, en el crédito de corto plazo al sector financiero local.
2. La inversión extranjera de cartera, específicamente la participación de capital en BVL, disminuyó en gran medida por el retiro de inversionistas foráneos y por la baja en los precios de mercado de estos valores.
3. Se incrementaron los valores de los activos invertidos en el exterior del sistema financiero peruano, sobre todo en el año 1999.
4. En cambio, los activos de reserva del Banco Central disminuyeron sustancialmente, lo suficiente como para compensar las salidas y los menores flujos financieros al país.

## 5. OPERACIONES DE AJUSTE EN LA BALANZA DE PAGOS

Las transacciones económicas que se incluyen en toda balanza de pagos pueden ser clasificadas o agrupadas en dos grandes categorías: las transacciones económicas autónomas y las transacciones económicas de ajuste. Las transacciones autónomas se denominan así porque dependen de las decisiones libres de los agentes económicos, sean estos privados o públicos, y que hemos visto en las secciones 3 y 4 de este trabajo. Mientras que las transacciones

---

12. Informe de Coyuntura: Perú: 1998. CISEPA, PUCP.

13. Véase p. 54 al 57 del Documento de Trabajo n° 186 (Rozenberg, Setiembre 2000)

de ajuste o de balance son las transacciones o operaciones que deben efectuar los países (o mejor dicho sus autoridades monetarias) para el ajuste, balance o financiamiento de la balanza de pagos. Por eso veremos a estas últimas en el orden en que aparecen en los cuadros de la balanza de pagos del Perú, elaborados por el Banco Central de Reserva.

### ***5.1 La Cuenta de Financiamiento Excepcional***

Esta tercera gran cuenta en la clasificación general de la balanza de pagos del Perú, el financiamiento excepcional, incluye las transacciones realizadas por las autoridades del país para financiar la balanza de pagos, e incluye la obtención de recursos financieros en préstamo del exterior para este fin específico, los atrasos en los pagos y la condonación de deudas, pero no incluye las variaciones en las reservas netas del país. Esta cuenta incluye en los últimos años únicamente las operaciones del sector público por cambios en la deuda externa pública del Estado peruano. En el Cuadro 1, se han incluido las operaciones correspondientes a la emisión de bonos Brady (sólo en el año 1997), la refinanciación de créditos pasados (el principal y los intereses), la condonación de la deuda externa y el flujo de atrasos netos (positivo o negativo).

El arreglo del Plan Brady del Perú se concluyó en marzo de 1997; el Estado peruano emitió bonos Brady por un valor nominal de US\$ 4,873 millones a cambio de una deuda original de US\$ 10,575 millones. En la Memoria de 1997, el BCRP detalla en forma más amplia esta operación para los lectores interesados en esta negociación<sup>14</sup>. La refinanciación en dicho año alcanzó la suma total de US\$ 431 millones: US\$ 46 millones correspondieron a renegociaciones del principal y US\$ 385 millones a intereses, con los países acreedores del Club de París (US\$ 394 millones); y la Japan Peru Oil Company (US\$ 37 millones). El flujo negativo de atrasos netos llegó a US\$ 6,139 millones, un monto bastante elevado, que se debió a la diferencia entre los vencimientos no pagados por US\$ 46 millones y las regularizaciones de atrasos por US\$ 6,185 millones (US\$ 6,048 millones de deuda antigua del Plan Brady, US\$ 6 millones de atrasos con proveedores y US\$ 131 millones a la recompra de deuda atrasada con Rusia).

---

14. Memoria 1997, p. 73 y 74. BCRP

El financiamiento excepcional en el año 1998 tuvo un saldo positivo de US\$ 365 millones, todo lo contrario a 1997 en que fue negativo, en US\$ 829 millones. Esta diferencia del financiamiento excepcional entre ambos años (US\$ 1,194 millones) se debió mayormente a que en 1997 se canceló una considerable suma de deuda externa atrasada que se negoció en el Plan Brady y por el arreglo de la deuda peruana con Rusia. Las operaciones derivadas de refinanciaci3nes, negociadas en 1996 con ambas fuentes de crédito citadas en el acápite anterior, llegaron en 1998 a la suma de US\$ 217 millones, correspondiendo US\$ 26 millones al principal y US\$ 191 millones a intereses. Las condonaciones de la deuda externa fueron mayores en 1998, ya que subieron de US\$ 6 millones a US\$ 157 millones y correspondieron en su totalidad a convenios bilaterales firmados con organizaciones oficiales pertenecientes al Club de París en 1996. Los flujos de atrasos netos fueron mínimos, sólo llegaron a un flujo negativo de US\$ 9 millones por dos regularizaciones de deudas vencidas e impagas que se mantenían con el gobierno húngaro y con el Pravin Bank Associattes Ltd.

Según cifras preliminares del BCRP, el financiamiento excepcional ha llegado a sólo US\$ 18 millones en 1999. Esta cifra reducida se explica principalmente por la ausencia de desembolsos derivados de acuerdos de refinanciación y el menor monto logrado de condonaciones durante este año. Las condonaciones sumaron sólo US\$ 32 millones con entidades vinculadas al Club de París. Los flujos de atrasos netos fueron mínimos y negativos en US\$ 14 millones y estaban vinculados con la regularización de deudas vencidas y no pagadas con Rumania y Nueva Zelanda.

### *5.2 La Cuenta del Flujo de Reservas Netas del Banco Central.*

Volviendo al Cuadro 1, vemos la forma en que se completó el ajuste de la balanza de pagos del Perú en el período 1997-99. En éste se puede ver cómo un flujo positivo de reservas netas del BCRP de US\$ 1,733 millones en 1997, se transformó en un flujo negativo de reservas netas de US\$ 1,006 millones en 1998, y de US\$ 775 millones hasta fines de 1999. El Perú comenzó a perder Reservas Internacionales Netas (RIN) desde el tercer trimestre de 1998, coincidiendo con la incertidumbre que se generó en los mercados financieros de las economías emergentes a raíz de la crisis. Estas

pérdidas alcanzaron un monto bastante elevado, que llegó a US\$ 881 millones en el último trimestre de 1998, luego de la crisis rusa.

Las RIN del Banco Central alcanzaron un récord histórico de US\$ 10,457 millones a fines de abril de 1998, pero, posteriormente, fueron bajando gradualmente hasta US\$ 8,404 millones a fines de diciembre de 1999; es decir, las RIN del Banco Central bajaron en US\$ 2,053 millones durante dicho período de 20 meses. Estas reservas han mostrado una tendencia alcista durante los primeros meses del año 2000. Finalmente, la cotización internacional del oro fue bajando durante el período de análisis, lo que contribuyó a una menor valuación de las reservas de oro monetario del BCRP.

### **5.3 *El Balance de Ajuste***

Para calcular el balance de ajuste para el período de análisis, 1997-1999; es necesario agrupar a todas las cuentas componentes de la balanza de pagos de Perú, en las dos grandes categorías señaladas antes. Se consideran a todas las operaciones registradas en la cuenta corriente y la cuenta financiera como transacciones autónomas. Para facilitar el ajuste, se considera al saldo neto de la cuenta errores y omisiones netos como un saldo neto de transacciones autónomas no registradas o mal estimadas. En cambio, las operaciones de financiamiento excepcional y el flujo de reservas netas del BCRP se consideran como transacciones de ajuste, de balance o de financiamiento de la balanza de pagos. Recuérdese que ésta es un estado contable, luego siempre tiene que estar balanceada, pero sólo desde el punto de vista contable.

Para hallar el resultado económico de la balanza de pagos debemos obtener el balance autónomo; es decir, el saldo neto de la suma de las tres grandes cuentas clasificadas como transacciones autónomas. Este resultado, el balance autónomo, es igual en valor absoluto (pero con signo aritmético contrario) al balance de ajuste; el que a su vez es la suma de los saldos netos de las dos cuentas clasificadas como transacciones de ajuste. El resultado para el período de análisis se puede ver en el Cuadro 5. Es importante aclarar que las cifras del cuadro –aunque siguen siendo preliminares para 1998 y 1999– fueron revisadas por el BCRP en el Boletín Semanal N° 29-2000.

## EFFECTOS DE LA CRISIS ECONÓMICA INTERNACIONAL

Se ha llegado ahora al punto en que se debe de estimar (*a grosso modo*) el efecto total de la crisis en la balanza de pagos. Antes de hacerlo, hay que recalcar nuevamente que este ciclo de *shocks* externos ha tenido un efecto desfavorable que se extendió y ha prevalecido en casi todos los sectores de la economía peruana, afectando a casi todos los estamentos de la población del país hasta muy recientemente. Sin embargo, es una tarea muy difícil, y fuera del alcance de este trabajo, cuantificar todos estos efectos en la economía del país. Para señalar aquí los efectos totales (estimados preliminares) de la crisis en la actividad económica interna, que se vinculan con las transacciones externas del país; primero, hay que excluir los efectos estimados del Fenómeno del Niño.

CUADRO 5  
AJUSTE DE LA BALANZA DE PAGOS DEL PERÚ

	(Millones de US dólares)			(Variación Porcentual)	
	1997	1998	1999	1998/1997	1999/1998
I. Saldo en Cuenta Corriente	-3,059	-3,634	-1,817	-18.8	50.0
II. Saldo Cuenta Financiera	5,705	1,718	760	-69.9	-55.8
III. Errores y Omisiones Netos	-83	546	264	757.8	-51.7
<b>IV. Balance Autónomo (I+II+III)</b>	<b>2,563</b>	<b>-1,370</b>	<b>-793</b>	<b>-153.5</b>	<b>42.1</b>
V. Saldo Financiamiento Excepcional	-829	365	18	144.0	-95.1
VI. Flujo de Reservas Netas del BCRP 1/	-1733	1,006	775	-158.1	23.0
<b>VII. Balance de Ajuste (V+VI)</b>	<b>-2,562 *</b>	<b>1,371 *</b>	<b>793</b>	<b>-153.5</b>	<b>42.2</b>

1/ (Incremento con signo negativo)

\* Cifras redondeadas

Fuente: BCRP. Elaboración propia

El Cuadro 5 muestra los resultados económicos de la balanza de pagos para los tres años de análisis. En 1997, se tuvo un superávit en la balanza de pagos de US\$ 2,563 millones; mejor dicho un superávit (balance) autónomo o un balance de ajuste positivo por dicho monto. Mientras que en los años

1998 y 1999, la situación del resultado de la balanza de pagos fue totalmente deficitaria; se tuvieron déficits en la balanza de pagos de US\$ 1,370 millones y de US\$ 793 millones para ambos años; es decir, déficits autónomos o saldos negativos que tuvieron que ser financiados principalmente con pérdidas de RIN del Banco Central y, en menor medida, con operaciones de financiamiento excepcional. Recuérdese que se estimaron en aproximadamente US\$ 674.6 millones las pérdidas potenciales por las menores exportaciones de harina y aceite de pescado debido a este fenómeno en los años 1998 y 1999. Luego, podemos estimar en más o menos US\$ 1,488.4 millones el déficit agregado en la balanza de pagos del Perú, durante ambos años, ocasionado sólo por la crisis.

## **6. LA POLÍTICA MACROECONÓMICA DURANTE LA COYUNTURA DE LA CRISIS**

Toda crisis externa, de carácter global, provoca desequilibrios internos en una economía en vías de desarrollo como la peruana, que depende tanto comercial y financieramente de los mercados externos. El Perú venía mostrando tasas de crecimiento económico bastantes favorables, pero fluctuantes, durante los cinco años previos a la crisis (el PBI creció a un promedio anual de 7.1% entre 1993 y 1997). Se había logrado cierta estabilidad monetaria y fiscal y reducido la tasa de inflación paulatinamente. Sin embargo, ante el impacto desfavorable de las perturbaciones externas aquí analizadas, que afectaron la oferta agregada y el sector externo de la economía era necesario tratar de mantener los equilibrios macroeconómicos básicos alcanzados, pero con el menor costo posible para todos los segmentos de la economía; por lo que era indispensable un adecuado manejo de la política macroeconómica para aminorar los impactos negativos del ciclo de *shocks* externos (comercial y financiero), y así retornar nuevamente a la senda del crecimiento económico en las mejores condiciones posibles y en el menor plazo de ajuste. Lo cual no se logró del todo, como se verá a continuación al analizar la evolución de lo poco hecho por Fujimori en política económica, durante el desarrollo de la crisis y su período posterior.

En general, las medidas económicas dictadas por Fujimori, para contrarrestar los efectos de la crisis, fueron generalmente dadas en forma esporádica y con mucha demora, reduciendo así la efectividad de las medidas. Es decir,

no se elaboró ningún conjunto integral –mejor dicho un paquete– de medidas monetarias y fiscales durante más de un año y medio, desde el inicio de la crisis asiática hasta promediar el segundo semestre de 1999.

Luego de que la crisis rusa provocara la rápida salida de capitales del mercado financiero doméstico y la cancelación de las líneas de crédito externo de corto plazo, se implementaron algunas medidas monetarias esporádicas para devolver liquidez, de a pocos, al sistema bancario. Así, al principio, el Banco Central facilitó el crédito (es decir, el redescuento) del ente emisor a los bancos comerciales; redujo la tasa media de encaje del dólar local (decreció en 4.5% entre octubre y diciembre de 1998); y complementó ambas medidas con dos disminuciones de la tasa marginal del encaje en moneda extranjera (de 45% a 35% en julio de 1998, y de 35% a 20% a partir de diciembre de 1998).

El BCRP dio prioridad a la estabilidad monetaria o, mejor dicho, al control de la inflación y de la oferta monetaria; es decir, mantuvo una estricta política monetaria durante 1998. Así, el IPC descendió de 6.5% a 6% entre 1997 y 1998, y el ente emisor expandió la emisión primaria a una tasa promedio de 12.5% en 1998 –menos que el 13.7% de la tasa promedio de 1997. Si bien es cierto que el Banco Central afirmaba que la solidez macroeconómica hizo posible que el gobierno peruano hubiese adoptado “de manera inmediata y oportuna, un conjunto de medidas con el fin de reducir la incertidumbre en el mercado cambiario y de proveer de liquidez al sistema financiero”<sup>15</sup>. Muchos analistas económicos afirmaron que estas medidas no fueron lo suficientemente efectivas para paliar los efectos del *shock* externo que generó la escasez de capitales del exterior, la recesión interna y la difícil situación del sector bancario local en el segundo semestre de 1998.

Durante todo el período de análisis, el BCRP sólo intervino en muy pocas ocasiones en forma directa, a través del mercado de divisas, o indirectamente, retirando o incrementando liquidez en nuevos soles, para evitar presiones especulativas sobre el tipo de cambio del nuevo sol; permitiendo en general que las fuerzas del mercado local de divisas lo fijara libremente. En pocas ocasiones –siguiendo las tendencias devaluatorias regionales en los

---

15. Memoria 1998, p. 10. BCRP

primeros meses críticos de la crisis— el instituto emisor permitió cierto margen de depreciación del tipo de cambio. Pero no siempre ocurrió así, por ejemplo, el Banco Central participó en el mercado cambiario local en setiembre de 1998 vendiendo dólares para estabilizar las expectativas devaluatorias de los agentes económicos internos, derivadas principalmente de la crisis rusa. También, en marzo de 1999, por la crisis en el Brasil, y en mayo del mismo año, por la incertidumbre de una posible alza en las tasas de interés en los EE.UU., el ente emisor intervino para reducir el tipo de cambio real de la moneda nacional (apreciar su valor), en aras de privilegiar el control de la inflación y para evitar una crisis financiera de las empresas y del sector de financiamiento al consumo privado, altamente endeudados en dólares muy caros.

Finalizando el año 1998, las finanzas públicas también fueron afectadas por la recesión interna y el deterioro de los términos de intercambio, lo que recortó los ingresos tributarios del Gobierno Central de 14.1% a 13.8% por ciento del PBI durante dicho año. Lamentablemente, la inacción del Ministro de Economía y Finanzas de entonces, Jorge Baca Campodónico, y de su equipo económico, durante el segundo semestre de 1998, generó mucha incertidumbre y desconfianza entre los empresarios, inversionistas y consumidores en general. Ya que estas autoridades, al principio, ignoraron y, luego, subestimaron la importancia y transcendencia de la crisis y de sus efectos en la economía interna. No reaccionaron oportunamente con las medidas macroeconómicas anticíclicas necesarias para paliar los efectos negativos del *shock* externo y de las secuelas del Fenómeno del Niño en la actividad económica interna. Ni generaron la liquidez necesaria para remediar de inmediato el rompimiento en la cadena de pagos, que se venía dando, desde entonces, entre las empresas afectadas por la falta de liquidez de los bancos locales.

Al inicio de 1999, se produjo el cambio esperado en la jefatura del MEF y de su grupo de asesores económicos por el ingeniero Víctor Joy Way (entonces, presidente del Congreso y cercano colaborador político de Fujimori), y un nuevo grupo de asesores económicos, encabezado por el economista Carlos Paredes. El ministro Joy Way anunció que los tres objetivos básicos de la política económica iban a ser: disminuir los niveles de extrema pobreza de la población, reducir el desempleo y subempleo, y recuperar un crecimiento estable y sostenido. Es decir, prometió reactivar la economía pero manteniendo el equilibrio macroeconómico y un buen manejo de la caja fiscal.

Pero las circunstancias recesivas, a lo largo de 1999, complicaron aun más la posibilidad un mejor manejo de la política macroeconómica para generar más rápidamente la ansiada recuperación económica. Los fondos externos escasearon y sus costos se encarecieron por el incremento del “spread” riesgo-país del Perú durante la crisis. La recesión interna se profundizó, sobre todo en los sectores de la llamada economía urbana: la industria no primaria, la industria de la construcción y el comercio. A raíz de esta mayor recesión en estos sectores, los ingresos tributarios también fueron mucho menores de lo que se consideró en el Presupuesto Anual de 1999, generando una brecha fiscal no esperada. El rompimiento en la cadena de pagos entre las empresas—consecuencia de la recesión interna y de la falta de liquidez disponible—incrementó la cartera pesada de los bancos, ocasionando ciertas dificultades al sector bancario local.

Para resolver el problema urgente de la falta de liquidez en los sectores productivos de la economía, el Ejecutivo anunció su intención de inyectar fondos fiscales—que estaba negociando con las instituciones multilaterales de crédito—por US\$ 1,000 millones al sistema bancario local, a través de COFIDE y no del Banco Central. La idea era que los bancos comerciales dispusieran de dichos fondos para convertir la deuda de corto plazo, vencida y no pagada de las empresas afectadas por la falta de liquidez y de pagos pero viables, por deuda de mediano y largo plazo. Estas líneas de crédito no se usaron plenamente en todo el año 1999, ya que los bancos comerciales fueron muy cautelosos con estas operaciones. Los bancos no han querido asumir el riesgo de crédito derivado de refinanciar a empresas casi quebradas, que no podían ser consideradas como buenos sujetos de crédito, al no tener éstas aseguradas los flujos de caja necesarios para cubrir sus posibles obligaciones futuras, precisamente por la recesión existente dentro del país.

Salvo por un modesto aumento en las remuneraciones y pensiones del sector público en el mes de abril de 1999, el gobierno de Fujimori fue reacio, durante la primera parte de 1999, a utilizar un incremento importante en el gasto público o una reducción de impuestos, como herramienta fiscal anticíclica para atenuar la recesión interna. El Gobierno estaba entonces negociando los términos de un tercer Acuerdo de Facilidad Ampliada con el FMI, por tres años, que luego se firmó en junio de 1999. Lo que le facilitó al gobierno peruano el acceso a préstamos por US\$ 1,350 millones del exterior, en proceso de negociación, con el BID (US\$ 500 millones), el Banco Mundial (US\$

500 millones) y el Eximbank de Japón (US\$ 350 millones). No estaba en los planes del Ejecutivo incrementar el gasto público más allá de lo presupuestado, porque iría en contra del principio de equilibrio fiscal y dificultaría sus negociaciones con el FMI. Tampoco optó por reducir los gastos del sector público –como lo pedían algunos analistas neoliberales ante la presencia de una creciente brecha fiscal durante todo 1999, porque tal medida podría profundizar aun más los efectos de la recesión interna y tampoco le convenía políticamente por la cercanía de las elecciones generales del 2000.

En cambio, durante los primeros meses de 1999, el Gobierno optó por otras medidas monetarias no usualmente utilizadas para combatir la recesión; como, generar cierta liquidez temporal para incrementar el consumo privado de cierto sector de la población, y el canje de la cartera pesada de los bancos por bonos emitidos por el Estado. La primera medida permitió incrementar la libre disponibilidad de los depósitos por Compensación por Tiempo de Servicios (CTS) de sector laboral, del 50% al 65%, pero por sólo dos meses consecutivos; con el propósito de inyectar aproximadamente 300 millones de dólares de estos ahorros a la economía, para promover el gasto privado y recuperar en algo la demanda interna. Inicialmente, esta medida no agradó a los bancos comerciales porque les restaba liquidez. También, por su escaso monto con relación a toda la economía y por su temporalidad limitada, esta medida no garantizaba un mayor efecto multiplicador posterior. Además, la inhabilidad de determinar de antemano qué parte de los US\$ 300 millones se distraería en cancelar o amortizar deudas privadas de las familias, en lugar de dirigirla hacia el consumo y otros gastos, hacía que esta medida fuese más un instrumento de relaciones públicas del Ejecutivo, ya que se esperaba que no iba a generar alguna recuperación interesante de la economía.

La segunda medida, el canje de parte de la cartera pesada de los bancos comerciales por bonos del Estado, se originó por el incremento de la cartera morosa de la banca comercial, al profundizarse la recesión y romperse la cadena de pagos entre las empresas. Para afianzar y mejorar la solidez y la supervisión del sistema financiero, la Ley de Bancos y los dispositivos de la SBS fijan la obligación legal de los bancos de reservar e incrementar las provisiones, por préstamos vencidos y morosos, en cobranza judicial e incobrables, para resguardar los intereses de sus depositantes. En junio de 1999, se anunció que se asignaban US\$ 400 millones en bonos. Posteriormente, sólo los bancos locales con serios problemas de liquidez y de carteras pesadas

canjearon parte de éstas por los bonos, para así poder liberar las provisiones legales requeridas, y generar la liquidez necesaria para seguir atendiendo las necesidades de sus clientes. Definitivamente, esta medida coyuntural en favor de la banca con problemas de liquidez implica un costo futuro para el fisco, que eventualmente podría afectar a los contribuyentes en general, porque la recuperación de las carteras pesadas en el mediano y largo plazo implica un riesgo bastante elevado.

Otro aspecto que se debe mencionar aquí, es el efecto negativo del proceso recesivo interno sobre la caja fiscal. El resultado primario (superávit o déficit) de las operaciones del sector público no financiero evolucionó desfavorablemente desde 1998 (bajó de 2.0% a 1.2% del PBI) y fue negativo en 1999 (-0.8% del PBI). El resultado económico (sea un superávit o déficit fiscal) —es decir, el resultado primario menos el pago de intereses de la deuda pública externa— también, mostró la misma tendencia desfavorable. Un superávit fiscal (de 0.2% del PBI) en 1997, se convirtió en un déficit fiscal (de 0.8% del PBI) en 1998; para agravarse aun más en 1999 cuando el déficit fiscal llegó a 3.0% del PBI. El Gobierno fijó con el FMI metas de 1.9% del PBI para la brecha fiscal y de menos de 4% anual de tasa de inflación para el año 2000<sup>16</sup>.

En 1999, no hubo recortes de gastos corrientes del gobierno central, por el contrario éstos crecieron en el 11.3% anual, mientras que los ingresos corrientes del gobierno central decrecieron en 2.6% anual por la menor recaudación tributaria (de 4.2% anual). Sin embargo, el déficit fiscal no ha adquirido esta vez la peligrosa magnitud que alcanzó en décadas pasadas; disponiendo el Estado, en esta oportunidad, de diversas alternativas para financiar dicho déficit. Además del endeudamiento externo e interno, se contaba en esta ocasión con reservas adecuadas para financiar dicho déficit.

Para compensar los menores ingresos fiscales, el Gobierno aumentó, en abril de 1999, el impuesto selectivo al consumo de combustibles (impuesto

---

16. El mismo Gobierno ha reconocido que tal meta de la brecha fiscal no podría cumplirse en este año. Gran parte del incumplimiento se debe al incremento anual en el gasto corriente del gobierno central, 16.9% anual en el primer semestre de 2000, coincidiendo con las elecciones políticas generales. Mientras que los ingresos corrientes subieron en 10.1% anual y los ingresos tributarios en sólo 5.2% en dicho periodo.

específico), cerveza y otras bebidas (ad valorem) y otros productos. Posteriormente, durante el resto del año, se pudo generar alguna presión inflacionaria por la continua subida en los precios de los combustibles y, consecuentemente, de los precios de los servicios públicos. Pero esta tendencia alcista fue contrarrestada por presiones deflacionarias internas procedentes de una mayor oferta de productos y por la política cambiaria del BCRP, contraria a mayores devaluaciones monetarias, para reducir las posibles presiones inflacionarias internas y los inconvenientes de una economía bastante dolarizada como la peruana, en la que empresas y familias se endeudan en dólares, a costos relativamente altos, a pesar que gran parte de sus ingresos son en nuevos soles y no en dólares.

En el tercer trimestre de 1999, se produjo un cambio en las riendas del MEF, el empresario y anterior canciller Efraín Goldenberg reemplazó a Victor Joy Way. El nuevo ministro, luego de elegir a sus propios asesores económicos, declaró ser partidario de una férrea estabilidad fiscal. Ya ésta se hallaba afectada por la mayor brecha fiscal en el último año, generada por la fuerte reducción en los ingresos tributarios ocasionada por la fuerte recesión económica de los sectores productivos de la economía urbana. También, se produjo una caída importante en las RIN del país durante gran parte del período de análisis.

Mención aparte merecen las más recientes medidas para acelerar el proceso de reestructuración patrimonial de un gran número de empresas nacionales, que fueron muy afectadas por la crisis externa y la recesión interna. Patrimonialmente, un gran número de firmas en el Perú, en especial las empresas medianas y pequeñas, adolecen de un bajo nivel de capital y reservas propias. Este es un grave problema estructural, común a un gran sector de las empresas peruanas, que siempre han recurrido al sector bancario interno para financiar sus requerimientos de liquidez con préstamos a corto plazo y muy caros. Así, la relación deuda/patrimonio se incrementó en los últimos años a niveles muy altos, alcanzando estándares no recomendados; hipotecándose y dando en garantía los equipos, instalaciones y otros bienes de sus empresas.

Es bajo estas condiciones de precaria capitalización patrimonial, alto endeudamiento y de recesión de la economía urbana, que los principales gremios empresariales hacen públicos sus pedidos al Gobierno para que éste

tome medidas más efectivas y rápidas para aliviar los graves problemas de muchas empresas, a punto de cerrar sus puertas o quebrar. Los empresarios llamaron la atención de la opinión pública sobre el escaso costo social, derivado de la crisis y de la recesión interna, que venía asumiendo el Ejecutivo y demás instituciones del Estado; recayendo casi todo el peso del ajuste interno sobre las empresas y la población. Quizás les faltó reconocer a estos empresarios que también ellos eran copartícipes de las responsabilidades de cualquier ajuste requerido, por decisiones de negocios riesgosas o un exagerado optimismo. El Gobierno seguía gastando lo presupuestado sin mayores recortes, y la SUNAT se encargaba de que empresas y contribuyentes cumplieran puntualmente con sus pagos al fisco. En muchas ocasiones, las empresas han pasado por el dilema de elegir entre el pago de la planilla de sueldos y de los aportes laborales o de cumplir con el pago de sus obligaciones tributarias puntualmente.

Por fin, el Ejecutivo comprendió el peligro implícito de tan difícil situación, y permitió que las empresas afectadas se acogieran al fraccionamiento de sus obligaciones tributarias vencidas; también amplió nuevamente a un plazo mayor el fraccionamiento de la deuda tributaria de las empresas que ya se habían acogido antes al fraccionamiento tributario, permitiendo el reingreso de las empresas retrasadas en sus pagos. Pero estas medidas de alivio fiscal no eran suficientes, ya que la intención del Gobierno de cumplir con su promesa de eliminar o recortar el Impuesto Extraordinario de Solidaridad Nacional (ex Fonavi) –reconocido por todos como un impuesto antitécnico de carácter temporal– no se materializó a fines del año 1999. Según voceros del régimen, no lo permitía el déficit fiscal generado por la menor recaudación tributaria en dicho año. Las empresas y los contribuyentes esperaban algún recorte en este impuesto, que hubiese aliviado en algo la situación crítica de las firmas y reducido en algo los sobrecostos internos.

Igual de apremiante era acelerar el proceso concursal de reestructuración o insolvencia empresarial (dentro del ámbito de INDECOPI), hasta ese momento bastante lento. Los bancos comerciales actuaron en forma muy conservadora con la colocación de los fondos de COFIDE entre las empresas morosas, que ya no eran buenos sujetos de crédito, sino riesgos muy probables en el futuro. Algunas empresas ya no eran viables por razones de mercado, o no contaban todavía con un plan viable de rescate para el proceso concursal. Tampoco los bancos estaban entonces muy dispuestos a asumir el

rol de socios con estas empresas técnicamente quebradas; ello implicaba la búsqueda y contratación de expertos o consultores de empresas para supervisar la dirección y manejo adecuado de tales empresas, algo fuera de las actividades propias de la banca.

Para acelerar el proceso de reestructuración empresarial y patrimonial, o la salida ordenada del mercado de las empresas inviables, a través de los mecanismos de INDECOPI; el MEF recogió las propuestas del primero y de otros especialistas, reglamentando las normas legales vigentes para acelerar el sistema de reestructuración patrimonial. Se propuso que las empresas afectadas negociaran directamente con sus acreedores planes de reestructuración, para obtener la protección y el apoyo de sus juntas de acreedores. Se estableció un Procedimiento Transitorio (vigente hasta el 31 de diciembre del 2000) para que las empresas que se acojan a un programa más rápido de saneamiento patrimonial, lo hagan a través de las nuevas oficinas descentralizadas de INDECOPI. Los bancos comerciales, por ser los mayores acreedores, tendrían que asumir un rol central en estos procesos de reestructuración patrimonial.

Pese a estos problemas, la economía interna viene mostrando tasas de crecimiento positivas en los primeros meses del año 2000, sobre todo en los sectores primarios y los manufactureros primarios. Afortunadamente, hay signos favorables de los mercados externos: una ligera mejora en los precios de las materias primas, la tendencia a recuperarse de las economías asiáticas, el crecimiento sostenido que viene mostrando la economía de los EE.UU., y la recuperación de los países de Unión Europea. Estas tasas de crecimiento positivas hay que tomarlas con cautela, ya que son crecimientos estadísticos sobre cifras anteriores muy bajas.

También, para consolidar la confianza de los agentes económicos, dentro y fuera del país, sobre un manejo equilibrado de las cuentas fiscales del sector público consolidado, ha sido muy conveniente la promulgación, a fines de diciembre de 1999, de la Ley de Prudencia y Transparencia Fiscal. Este dispositivo legal, que fue propiciado por el MEF, pretende instituir un marco fiscal de estabilidad a mediano plazo que favorezca la estabilidad económica y el crecimiento económico sostenido, y fija los límites máximos del déficit fiscal: no más del 1% del PBI, salvo en períodos de reducción real del PBI, permitiéndose en estos casos hasta un 2% de déficit. El dispositivo fija límites

hasta el 2% del PBI en el año 2000, 1.5% durante el 2001 y 1% en años posteriores. Existen signos aparentes de que tal meta no sería cumplida para el año 2000, salvo que se produzca un fuerte recorte en los gastos del gobierno. De no cumplirse con dicha meta de déficit fiscal, el Ejecutivo puede solicitar del Legislativo, que por razones de emergencia nacional o de crisis internacional, se suspenda dicho límite máximo.

Lo que sí está casi paralizado por ahora, es el retorno masivo de los capitales de inversión y de las líneas de crédito del exterior al país. La situación interna en el Perú, con un proceso electoral plagado de irregularidades, observado y cuestionado por la comunidad internacional, no es la más propicia para una recuperación real y sostenida de la actividad productiva interna, hasta después de la segunda vuelta de las elecciones políticas del año 2000 y la inauguración del gobierno electo. Esta incertidumbre política ha paralizado temporalmente el proceso de toma de decisiones y la puesta en marcha de nuevas inversiones del sector privado.

### CONCLUSIONES

Dentro del contexto actual de economía global, los *shocks* externos desfavorables –como los que se dieron a través de la reciente crisis internacional de 1997 a 1999– se propagaron rápidamente y esta vez se sintieron con más intensidad en la economía peruana. La globalización ha generado una mayor interdependencia entre los mercados de productos, capitales y tecnologías; y la economía peruana ya no está en condiciones (ni debe) de sustraerse, unilateralmente, de estos mayores vínculos desarrollados con los mercados globales, salvo que se desee retroceder al proteccionismo, lo que generaría costos económicos y sociales muy elevados para la economía y la población peruana.

Al estallar la crisis, algunos aspectos de la economía peruana habían cambiado en los últimos años. Así: se había logrado cierta estabilidad macroeconómica (tanto fiscal como monetaria); se había reducido la inflación a niveles relativamente bajos; existía una plena apertura comercial –que para algunos fue muy rápida– a los mercados y a la competencia externa; y el Perú había terminado de reincorporarse a la comunidad financiera internacional. También, se había logrado una mayor seguridad interna, tan necesaria para

promover mayores inversiones y el normal desenvolvimiento de las actividades económicas en general.

No obstante estos progresos, no se había avanzado en las reformas estructurales e institucionales de segunda generación para continuar con el modelo neoliberal capitalista, introducido desde inicios de la década de los noventa. Además, la economía interna continuaba muy dolarizada y no se ejercía ningún control sobre el libre flujo de capitales foráneos. Ambos aspectos han limitado el alcance y la eficacia de la política monetaria del Banco Central. Una economía abierta y tan dolarizada como la nuestra –donde esta divisa ejerce las tres funciones básicas de toda moneda, sustituyendo en condiciones ventajosas al nuevo sol– es muy vulnerable a las turbulencias externas de tipo financiero. Esto es precisamente lo que sucedió en estos últimos dos años con la economía peruana.

Se puede hablar de *shocks* externos comerciales y financieros durante el período 1997-1999. Los efectos de la crisis del sudeste asiático se sintieron, en primer lugar, por el lado del comercio exterior: bajaron la demanda externa y los precios de nuestros principales minerales de exportación. Enseguida, cuando el efecto dominó de las turbulencias y volatilidad bursátiles de los mercados internacionales se extendió por todas partes, los efectos de la crisis asiática se trasladaron a nuestro reducido mercado local de capitales. Posteriormente, al ir evolucionando la crisis, sus efectos se sintieron más por el lado financiero; las crisis rusa y brasileña motivaron una salida acelerada de capitales externos de corto plazo del país, la restricción de líneas de crédito del exterior y, por consiguiente, los encarecimientos de éstas al aumentar la apreciación riesgo-país de la economía peruana.

Cuantitativamente, los efectos de la crisis no han sido estimados por completo en este trabajo, porque las secuelas de los *shocks* externos aún no habían terminado del todo. Tampoco se contaba con estadísticas definitivas, sólo se disponía de cifras preliminares (revisadas) de la Balanza de Pagos hasta mediados del 2000. Pese a estas limitaciones estadísticas, lo trascendental de esta crisis internacional y sus graves consecuencias directas e indirectas en nuestra economía, hacen indispensable que este trabajo de investigación preliminar sea continuado por otros estudios posteriores más completos, para que se profundice aun más en las causas y los efectos internos de estas

turbulencias externas tan desfavorables, y en las medidas de política económica que hubieran reducido o amortiguado sus efectos negativos.

Se han estimado separadamente los efectos de la crisis en la balanza comercial y de servicios. En el caso de las exportaciones de productos tradicionales, se ha estimado el efecto precio en US\$ 834 millones y en US\$ 1,390 millones, para 1998 y 1999, respectivamente. Es decir, a los precios promedio de 1997 –bastante favorables para el Perú– y teniendo en cuenta los volúmenes físicos exportados en los dos años, la ausencia de la crisis externa hubiera incrementado las exportaciones de productos tradicionales en US\$ 2,224 millones en ambos años. Un estimado muy grueso –*ceteris paribus*– de las importaciones potenciales no realizadas, a causa de la crisis, llegaría a un monto de US\$ 2,154 millones para el bienio. Es decir, se habría logrado un pequeño superávit comercial de US\$ 70 millones; algo inédito desde los años 1889 y 1990. En el caso de los servicios anexos al comercio exterior que ‘potencialmente’ se habrían ahorrado en el Perú, a raíz de la recesión interna (derivada de la crisis); el monto estimado hubiera ascendido a US\$ 213 millones para ambos años, suma que no incluye cualquier ahorro que se hubiere dado en el rubro de seguros y reaseguros, que no ha sido estimado por la falta de información más detallada.

Se ha estimado también, *grosso modo*, los efectos del Fenómeno del Niño sobre las cantidades producidas y exportadas de harina y aceite de pescado, durante 1998-1999. Mejor dicho, si no se hubiesen dado los efectos desfavorables de dicho fenómeno climático, ¿en cuánto se habrían incrementado las ‘supuestas exportaciones’ no consideradas en el bienio?. Según lo estimado aquí, los montos aproximados hubiesen subido en US\$ 432.6 millones (en 1998) y en US\$ 242 millones (en 1999), por las exportaciones ‘potenciales’ de productos pesqueros tradicionales no realizadas. Pero estas sumas no serían netas y estarían algo sobrestimadas, porque no se ha considerado que esta mayor producción doméstica habría requerido de insumos, productos intermedios y, en menor medida, de bienes de capital importados del exterior. También, habría que considerar los pagos por fletes de transporte y seguros que hubiesen correspondido a estos mayores volúmenes de exportación. Tampoco, se han incluido en los estimados los montos (muy pequeños) no exportados de productos agropecuarios y pesqueros no tradicionales, afectados por los cambios climatológicos.

Desde el punto de vista financiero, se tuvo que recurrir al empleo de US \$ 383 millones de financiamiento excepcional y a la pérdida de reservas netas del BCRP por US\$ 1,781 millones, para cubrir los efectos financieros negativos del *shock* externo; los que ya se estarían revirtiendo en este año 2000. Del análisis de los flujos financieros y la posición de inversión internacional del Perú, se puede concluir que los efectos de la crisis se sintieron principalmente en cuatro frentes: 1. Hubo un recorte sustancial de créditos del exterior, principalmente del crédito de corto plazo al sistema financiero local. 2. La inversión extranjera de cartera (es decir, la compra neta de acciones por no residentes en la BVL) disminuyó en gran medida por el retiro de inversionistas foráneos y por la baja en los precios de mercado de estos valores. 3. Subieron los valores de los activos invertidos en el exterior del sistema financiero peruano, sobre todo en el año 1999. 4. En cambio, los activos de reserva del BCRP disminuyeron considerablemente, lo suficiente como para compensar las salidas y los menores flujos financieros al país.

En resumen, los efectos estimados netos de la crisis en el sector externo de la economía peruana, durante los años 1998 y 1999, están dados por los valores respectivos del balance autónomo o el balance de ajuste, menos los estimados calculados por las menores exportaciones de harina y aceite de pescado, derivadas de los efectos negativos del Fenómeno del Niño. Dichos montos representan déficits económicos de la balanza de pagos del Perú; aproximadamente, las sumas ascenderían a US\$ 937.4 millones en 1998 y a US\$ 551 millones en 1999. En definitivo, este monto total de US\$ 1,488.4 millones es un estimado preliminar para ambos años, por las limitaciones señaladas en este trabajo. El monto calculado podrá ser ajustado, en el futuro, cuando se disponga de cifras y datos completos y definitivos.

Por el lado de las medidas macroeconómicas de este Gobierno, en general, no se empleó ningún instrumento fiscal conocido para paliar los efectos internos de la crisis durante el año 1998. Salvo muy contados casos, durante el año 1999, los incrementos ocurridos en los gastos corrientes del sector público quizás se debieron más a motivos políticos de la coyuntura electoral que a razones de carácter económico; como hubiese sido incrementar en forma efectiva la demanda interna. En cambio, en medio de una fase recesiva, el Gobierno decidió incrementar las tasas de algunos impuestos selectivos al consumo, lo que eventualmente no mejoró la recaudación fiscal; en cambio, sí tendió a deprimir más el consumo de los productos afectados.

En la etapa más álgida de la crisis se perdió tiempo valioso al no proveer oportunamente la liquidez necesaria al sistema financiero local, para aminorar los efectos del rompimiento en la cadena de pagos que se dio entre las empresas afectas por la crisis de liquidez. En cambio, se recurrió con tardanza y timidez al empleo de instrumentos monetarios clásicos para superar la crisis de falta de liquidez interna. Ante todo, se antepuso la estabilidad monetaria y el control de la inflación a una política más agresiva del manejo del tipo de cambio que hubiese mejorado la competitividad de las exportaciones peruanas con mayor valor agregado. Se siguió con la política de no intervenir directamente en la determinación de la tasa de interés, y que fueran las fuerzas del mercado las que siguieran determinando tan importante precio relativo (del dinero) para la economía. Sin embargo, algunos organismos del gobierno, grandes depositantes del sistema financiero local, propiciaron el incremento de las tasas de interés durante los períodos de falta de liquidez, mediante el mecanismo de las subastas públicas de sus fondos entre los bancos locales.

Aún es muy temprano para evaluar los resultados de las medidas recientemente tomadas para acelerar el proceso de saneamiento y reestructuración patrimonial de las empresas más afectadas por la crisis y la recesión interna. El resultado dependerá mucho de los esfuerzos conjuntos de las empresas involucradas, en especial, de la voluntad y los recursos disponibles de los bancos (los mayores acreedores de las empresas morosas); y del apoyo que brinde el Estado en la adecuación de las normas concursales vigentes para el proceso de saneamiento empresarial. En un inicio se insistió en soluciones parciales para devolver liquidez al sistema financiero local y proporcionar fondos de rescate, a través de COFIDE, para reestructurar las deudas morosas a plazos mayores; asumiendo los bancos comerciales gran parte de los riesgos correspondientes. Las soluciones no eran tan sencillas; al contrario éstas eran más complejas, ya que involucraban planes de rescate reales elaborados por las empresas afectadas, pero sólo de aquellas viables, con la participación directa o el apoyo de la mayoría de sus acreedores (bancos, proveedores y el Estado) en el financiamiento de dichos planes y la condonación de alguna parte de los adeudos pasados.

Por lo demás, la estrategia de crecimiento macroeconómico de este Gobierno, aparte de una relativa estabilidad fiscal y monetaria, se sigue centrado principalmente en esperar que se consoliden las mejoras en los merca-

dos de nuestros principales productos de exportación, y en el regreso de los capitales extranjeros y de mayores inversiones directas en el Perú. No cabe duda que este Gobierno seguirá apostando al modelo primario exportador, por lo que el éxito o el fracaso de su política de crecimiento económico y de desarrollo interno dependerá, en gran medida, de las mejoras de nuestras exportaciones de productos primarios en los mercados externos y del pronto desarrollo de los megaproyectos pendientes en estos sectores primarios.

Las mejoras que se avizoran en los mercados globales quizás puedan favorecer la pronta recuperación de los actuales niveles de inversión privada en el Perú, los que aún están muy por debajo de los niveles considerados como normales. El aterrizaje suave de la economía de los Estados Unidos (que se estaría dando durante este año), más el mantenimiento de un nivel adecuado de las tasas de interés en los principales centros financieros, jugarían en favor de la recuperación de la economía peruana.

Pero la recuperación real de la coyuntura económica, también, se encuentra limitada por la coyuntura electoral y política que se viene dando al terminar este trabajo. Situación muy crítica que ha generado mucha incertidumbre económica y política entre los agentes económicos (nacionales y foráneos), un creciente descontento en un gran sector de la población del país, la preocupación de la comunidad internacional y de los países amigos. Todos ellos preocupados por los entrampamientos que se vienen dando en el Perú, a raíz de los cuestionamientos críticos hechos, en y fuera del país, sobre los resultados elecciones, la falta de una plena democracia y de una auténtica independencia de los poderes públicos, el debilitamiento de las instituciones y el respeto de todos los derechos humanos. Se espera con optimismo que estas circunstancias tan desfavorables desaparezcan pronto para bien del país y de la población.

Al concluir la actualización de los datos estadísticos de este trabajo (agosto del 2000), la economía peruana aún no mostraba signos definitivos de haber entrado a una fase de recuperación económica sólida y sostenida y sin signos de desconfianza de los agentes económicos. Desafortunadamente, para el país y su gente, el Ejecutivo —con su inmovilismo, sus reacciones parciales y tardías, y por el gran énfasis que le prestó a los asuntos políticos preelectorales y postelectorales— perdió un tiempo muy valioso para promulgar e implementar un conjunto de medidas económicas integrales, en todos

los aspectos y sectores de la economía, que habrían reducido los efectos desfavorables de la crisis externa y la recesión interna en la economía, y hubiesen acelerado y acortado el período de recuperación de la misma.

### BIBLIOGRAFÍA

#### BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

- 1997 Memoria. BCRP  
1998 Memoria, Boletines Mensuales y Semanales. BCRP.  
1999 Memoria, Boletines Mensuales y Semanales. BCRP.  
2000 Boletines Semanales. BCRP.

#### DANCOURT, Oscar, MENDOZA W., Y VILCAPOMA L.

- 1997 “Fluctuaciones Económicas y Shocks Externos, Perú 1950-1996”. Documento de Trabajo 135. CISEPA. PUCP.

#### DANCOURT, Oscar y Otros

- 1998 y 1999 Informe de Coyuntura: Perú. Serie Informes de Coyuntura N° 17, 18, 19, 20 y 21. CISEPA. PUCP.

#### DORNBUSCH, Rudiger

- 1998 “Consecuencias de la Crisis Asiática: Lecciones Para Limitar La Vulnerabilidad Financiera”. Conferencia del 30 de junio de 1998. Publicación del Departamento de Economía. PUCP.

#### FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI)

- 1993 Manual de Balanza de Pagos, quinta edición. Washington, septiembre de 1993.  
1999 Balance of Payments Statistics Yearbook (anuario)  
1999 Estadísticas Financieras Internacionales, Octubre 1999.  
1999 Informe Anual 1999.

#### ROZENBERG, Arnaldo

- 1969 “The Peruvian Balance of Payments, 1950-1967”. Tesis doctoral en la Universidad de Colorado. Boulder, Colorado, EE.UU.

- 1997 y 1999      Diversos artículos publicados sobre la Crisis Económica y Financiera Internacional en Gestión, Diario de Economía y Negocios. Lima, Perú.
- 30/10/97      La volatilidad bursátil globalizada.
- 06/11/97      Secuelas de la volatilidad bursátil.
- 13/11/97      La especulación bursátil y financiera
- 20/11/97      La economía peruana y los efectos “dragón” y “samba”.
- 29/01/98      Efectos de la crisis asiática.
- 05/02/98      El Fenómeno del Niño y la crisis asiática.
- 05/03/98      ¿Devaluación e inflación: dilema del BCR?
- 12/03/98      ¿Devaluación e inflación: dilema del BCR? (II)
- 19/03/98      La depreciación del tipo de cambio, ¿un hecho consumado?
- 02/07/98      La reserva federal y el apoyo al yen.
- 09/07/98      Medidas monetarias del BCR y SBS.
- 20/08/98      La difícil coyuntura interna y externa de la economía peruana.
- 27/08/98      La crisis financiera mundial y la inercia gubernamental.
- 03/09/98      Cómo compensar los efectos de la crisis.
- 10/09/98      Cómo compensar los efectos de la crisis (II).
- 17/09/98      Las devaluaciones en Latinoamérica (I).
- 15/10/98      La crisis mundial y la ausencia de medidas concretas.
- 22/10/98      El futuro de la economía peruana en un mundo globalizado.