

**IMPACTO DEL LIBRE FLUJO DE CAPITALES  
EN LA INTERMEDIACIÓN BANCARIA  
EN EL PERÚ: 1988-1997**

Lourdes Coll Calderón

**RESUMEN**

La afluencia de los capitales hacia América Latina en la década del noventa, atraídos por los indicadores más favorables de las variables fundamentales de crecimiento del producto y control de la inflación, ha permitido la expansión del volumen de fondos a ser intermediados, con lo cual se ha puesto en riesgo la calidad de los activos bancarios. El artículo examina las medidas que se han tomado para controlar el efecto de los flujos de capital en el crédito interno del Perú, y se contrasta estos resultados con los de otros países de la región; asimismo, se hace una revisión de las nuevas formas de supervisión implementadas a raíz del cambio de régimen. Se analiza también los riesgos que todavía no están cubiertos con la aplicación de las normas internacionales de Basilea.

**ABSTRACT**

The inflow of capitals into Latin America during the 1990s, attracted by more favorable economic indicators, such as a growing product and inflation under control, has allowed for the expansion in the volume of funds handled

by the banking system, risking a deterioration of the quality of bank assets. This article examines the measures taken to control this problem in Peru, as well as in other countries in the region, in order to compare their results. We also make a review of the new bank supervision norms, and an analysis of the risk that has not yet been covered with the application of the Basel norms.

## INTRODUCCIÓN

Desde principios de los años noventa el sistema financiero peruano ha pasado por un proceso de crecimiento; sin embargo, anteriormente se han vivido etapas de crisis financieras y políticas, especialmente durante 1987, cuando se intentó estatizar el sistema financiero peruano. Esa crisis fue muy severa y se agravó por el manejo económico que provocó la hiperinflación. A finales de 1990, el gobierno peruano dictó las medidas necesarias para entrar a un proceso de ajuste y estabilización a fin de combatir estas crisis. Dentro de estas medidas se incluyeron dispositivos relativos a la regulación bancaria y la promoción del mercado de capitales. El objetivo era restaurar los mecanismos básicos de financiamiento del sector productivo, profundizar el desarrollo del sistema financiero y contribuir de esta manera al crecimiento económico, siguiendo la tesis de McKinnon<sup>1</sup>.

Por otra parte, la nueva legislación ha permitido al sector bancario, además de intermediar depósitos y realizar colocaciones, acceder a mercados diferentes promocionando inversiones reales, como es el caso de la banca de inversión, aparte de la posibilidad de ofrecer nuevos productos. Además, aunque ya existían mecanismos informales de transferencia de dinero, con las medidas de liberalización financiera y cambiaria se oficializó el libre flujo de capitales, lo cual ha permitido incrementar en términos reales, entre 1990 y 1997, los niveles de liquidez de 697 a 3,203 millones de nuevos soles de agosto de 1990, es decir en un 360%. Mientras que el grado de intermediación,

---

1. Según la cual existe una fuerte relación de causalidad entre el desarrollo financiero y el desarrollo económico. Es más, existe evidencia que el nivel de desarrollo financiero, alcanzado por un país, predice un crecimiento futuro, además de una mayor acumulación de capital y mayor cambio tecnológico. Ver Levine (1997).

subió de 5.1% a 21.0% del PBI entre 1990 y 1998 (ver Gráfico 1)<sup>2</sup>. Estos indicadores sugieren que la etapa de “represión financiera”<sup>3</sup> que vivió la economía peruana antes de estas medidas estaba prácticamente acabando.

En el contexto internacional también se ha visto un proceso de liberalización generalizada de los movimientos de capital. Esta creciente dimensión de los mercados financieros ha contribuido en los últimos años a aliviar el sector externo de América Latina. Los flujos financieros han crecido espectacularmente en los años recientes. Esta recuperación de los flujos financieros desde inicios de los noventa fue muy positiva para América Latina, por cuanto se removió la restricción externa dominante que deprimía los niveles de inversión.

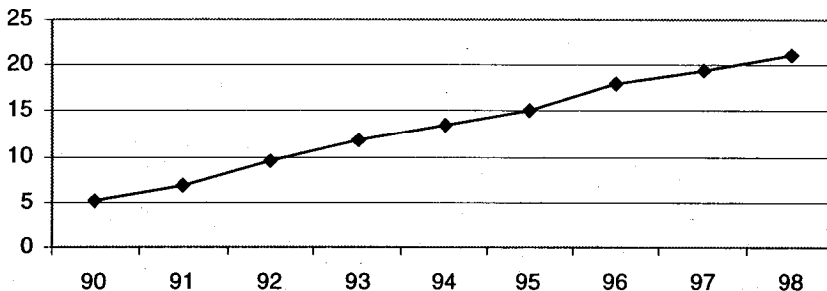
Esta afluencia de capitales ha resurgido por los atractivos prospectos en los indicadores de las variables fundamentales del crecimiento y el control de la inflación que se vienen dando en países de América Latina; también contribuyó a este redireccionamiento la disminución de las tasas de interés internacionales. Sin embargo, existen repercusiones en otros aspectos macroeconómicos, como la apreciación del tipo de cambio, la expansión de los bienes no transables a expensas de los transables y el incremento de los déficits en cuenta corriente.

Respecto del destino de los capitales, esta nueva ola de flujos financieros tiene características diferentes sobre los anteriores flujos de capital, como los de fines de los años sesenta y principios de los setenta que estuvieron dirigidos al sector público, y es que esta vez los flujos se están dirigiendo predominantemente al sector privado en forma de patrimonio (equity capital) en lugar de llegar en forma de deuda.

Una de las consecuencias de estos grandes flujos de capital que han llegado al país es la expansión del volumen de los fondos a ser intermediados a través del sistema financiero doméstico. Esta expansión podría implicar

- 
2. Debe aclararse que los niveles de liquidez tienen como fuente al INEI, mientras que el grado de intermediación tiene como fuente al BCRP.
  3. La represión financiera se identifica con controles de la tasa de interés y particularmente con controles que generan tasas de interés real negativas sobre los depósitos.

CUADRO I  
INDICADOR DEL GRADO DE INTERMEDIACIÓN EN EL PERÚ  
(liquidez como % del PBI)



Fuente: Memorias del BCRP (varios números)

problemas en la calidad de activos del sistema financiero, debido a la posibilidad que el crédito de alto riesgo se incremente<sup>4</sup>, tal vez hasta el punto de atentar contra la estabilidad del sistema y se genere una crisis de endeudamiento.

Dada las profundas medidas de liberalización, es posible preguntarse si las fuerzas de mercado y de política económica dictadas ejercen un control suficiente sobre los mercados financieros como para controlar un entorno latinoamericano que históricamente se ha comportado demasiado inestable.

El control de esta volatilidad en los mercados financieros presenta dos enfoques alternativos. De un lado, los partidarios de la reforma liberal aducen que los onerosos requisitos reglamentarios sobre los bancos pueden reducirse mediante el fortalecimiento de la *supervisión bancaria*. Estos controles, basados en normas que actualmente se aplican en las economías de mercado

4. Entendiéndose por "crédito de alto riesgo" aquél sujeto a que el deudor o la contraparte de un contrato financiero no cumpla con las condiciones del contrato. La Ley del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de la Superintendencia de Banca y Seguros clasifica a los deudores en las siguientes categorías: normal, con problemas potenciales, deficiente, dudoso y pérdida. Dentro de la definición de "crédito de alto riesgo" entran todas las categorías a excepción de la categoría "normal".

industrializadas de la Organización de Cooperación y Desarrollo Económicos (OCDE), están diseñados para prevenir el crecimiento excesivo del crédito otorgado a prestatarios riesgosos. Los escépticos, de otro lado, sin embargo, sostienen que las fuerzas de mercado y la supervisión aunque apropiadas para los países de la OCDE no constituyen restricciones suficientemente fuertes en los mercados más volátiles de América Latina.

El presente documento presenta un análisis de las medidas que se han tomado para controlar el efecto de los flujos de capital del exterior en el crédito interno tanto en el Perú como en países seleccionados de la región latinoamericana. Posteriormente, se hace una revisión de las nuevas normas de supervisión implementadas en el Perú, a raíz del cambio de régimen. El análisis se concentra en las debilidades del ratio del capital adecuado frente a la necesidad de mejorar la supervisión bancaria como respuesta a la volatilidad causada por los flujos de capital.

## **1. FLUJOS DE CAPITAL EN EL CONTEXTO LATINOAMERICANO**

### ***1.1. Un Alcance Teórico acerca de la Dependencia de los Flujos de Capital en el Desarrollo Económico***

Uno de los temas claves que enfrenta la economía internacional, y que se discute tanto académicamente como en la práctica, está relacionada con los niveles y mecanismos de intermediación financiera internacional. Más aun, los problemas se han vuelto en cierto modo más complejos a medida que la intermediación financiera internacional, además de mantener aún su clásico propósito de canalizar ahorros hacia inversión productiva, ha adquirido nuevas y más complicadas facetas. A medida que la superestructura de los mercados de inversiones y de divisas se ha vuelto enorme y compleja, y que las necesidades mundiales se han vuelto más diferenciadas, el resultado ha sido que muchos más de los flujos brutos a través de los mercados de capitales del mundo de hoy reflejan decisiones financieras que no están directamente atadas a (ni necesariamente conducen a) la formación física de capital como ocurría en el pasado.

Sin embargo, la mayoría de autores están de acuerdo con que el proceso de desarrollo económico normalmente incluye un requerimiento tanto de ca-

pital externo a largo plazo como de crédito a corto plazo en la cuenta corriente de los países en desarrollo; más aun, la mayoría de países que hoy están industrializados (y particularmente los EE.UU., Canadá, Australia y Nueva Zelanda) descansaron fuertemente en el capital externo y los préstamos externos para su desarrollo<sup>5</sup>.

Debe ser reconocido que hay muy poco consenso entre teóricos del desarrollo económico sobre la exacta relación entre capital externo y desarrollo, aunque la mayoría de pensadores acepta que el capital externo es necesario para acelerar el desarrollo. En América Latina, los críticos del rol de capital externo debido a sus potenciales efectos negativos en la autonomía nacional han sido los analistas ligados a la escuela de la "dependencia". Al otro lado del espectro, no solamente se afirma categóricamente la necesidad del capital externo para el desarrollo, sino también se ha tratado de cuantificar, a través de un modelo matemático relativamente simple, cuánto capital externo debería ser transferido a un país en desarrollo y a qué tasa podría ser absorbido. Un influyente estudio en esta línea es el famoso modelo de "dos brechas"<sup>6</sup>, en el que las brechas aludidas son aquéllas que resultan de comparar las necesidades de inversión con la proyección de ahorro nacional, y las necesidades de importación con la proyección de exportaciones. A pesar de que esta aproximación fue útil para resaltar el rol del capital externo en el desarrollo, ha sido más tarde criticada por su excesivo y casi mecánico énfasis en la falta de divisas como la única limitación al desarrollo; así como su concentración a nivel agregado, descuidando consideraciones sectoriales.

Otra explicación<sup>7</sup> de la ligazón entre capital externo y desarrollo señala que la aceleración de la tasa de crecimiento de los países en desarrollo implicaba un aumento más que proporcional en la demanda de importaciones. Se enfatizaba, además, que la tendencia al desequilibrio externo es inherente al proceso de desarrollo, y que la transferencia de recursos financieros puede jugar, junto con otras medidas a nivel nacional como internacional, un importante rol en ayudar a eliminar o controlar estos desequilibrios externos. Finalmente, concluye que para que los países del Tercer Mundo crezcan y se

---

5. Seiber (1977).

6. Ver Chenery y Strout (1966).

7. Prebisch (1959).

desarrollen rápidamente necesitan obtener flujos netos externos sostenidos de recursos financieros bajo términos que no sean excesivamente onerosos.

Un estudio más reciente revela que en América Latina existe una fuerte correlación entre el crecimiento y las entradas de capital<sup>8</sup>. El documento muestra que durante el período de afluencia de 1976-1982, la economía de América Latina creció cerca de un 4% al año, mientras recibía una afluencia neta de capitales de cerca del 5% del PBI. Asimismo, en el período de escasez de capitales que se inició en 1982 y finalizó en 1990, el crecimiento se redujo a menos del 1.5% y la afluencia neta de capitales a la región decreció a menos de 1%. Mientras que en el período 1991-1994 el crecimiento de alrededor de 3.5% anual estuvo acompañado de una afluencia de capitales que crecía a un 6% anual.

Esta relación no es totalmente causal, debido a que el crecimiento y la afluencia de capitales dependen en gran medida de aspectos similares. Y la causalidad se manifiesta claramente en más de una dirección, ya que los inversionistas internacionales tienden a buscar regiones en las que puede esperarse un rápido crecimiento económico. Sin embargo, las cifras ilustran lo que la teoría y la experiencia latinoamericana llevan a pensar: la afluencia de capitales puede proporcionar un impulso expansivo a la economía interna y, a la inversa, una marcada reducción de la tasa de afluencia puede resultar fuertemente contraccionaria.

## *1.2. Los Flujos Financieros hacia América Latina*

### *1.2.1 Los Años Cincuenta*

A medida que la Segunda Guerra Mundial llegaba a su término, dos desarrollos tuvieron una influencia importante en la naturaleza futura de los flujos financieros internacionales: la creación de las instituciones de Bretton Woods y el gran peso de los EE.UU. en la economía mundial.

Las dos Instituciones de Bretton Woods —el Fondo Monetario Internacional y el Banco Mundial— fueron creadas como parte de un intento por

---

8. Ver Gavin, Hausmann y Leiderman (1996).

evitar la inestabilidad de los tipos de cambio y el caos financiero que había acompañado la depresión mundial de los años treinta, así como los controles proteccionistas y devaluaciones competitivas del período de entreguerras. Bretton Woods y las instituciones que creó representaron el primer intento coherente de imponer orden y estabilidad en el sistema monetario internacional a fin de preservar la unidad del sistema monetario.

El intento de controlar el sistema monetario internacional a través de las instituciones oficiales, sin embargo, no fue acompañado en la práctica por importantes flujos provenientes de ellas, particularmente, hacia los países en desarrollo. La principal característica de los movimientos internacionales de capital durante los años de posguerra fue el gran flujo de fondos desde EE.UU. Durante los últimos años de la década de 1940 y los años cincuenta, los Estados Unidos eran claramente más ricos y poderosos que nunca, y fue el único país capaz de ofrecer tanto ayuda económica como protección militar.

A pesar de que controlaban las instituciones de Bretton Woods, los EE.UU. preferían canales bilaterales para sus flujos financieros. Por ello, tanto las instituciones oficiales bilaterales como las multilaterales jugaron un rol insignificante durante los años cincuenta. Los flujos financieros hacia América Latina tomaron la forma de inversión directa a través de corporaciones multinacionales. Los países latinoamericanos empezaron a implementar políticas de sustitución de importaciones a fin de combatir los déficits en cuenta corriente.

Dicha inversión estaba protegida por altas barreras arancelarias y favorecida por crédito interno barato. Las corporaciones multinacionales saltaron las altas barreras arancelarias impuestas por estos países, a través del establecimiento de nuevas empresas o la compra de empresas nacionales ya existentes.

### *1.2.2 Los Años Sesenta*

En los años sesenta, la actitud estadounidense hacia la ayuda oficial comenzó a cambiar rápidamente. Como señala Prout (1976), la motivación del aumento de la ayuda fue “desvergonzadamente política”. Los americanos creían que al fomentar el desarrollo económico y social de las naciones no comprometidas contribuían al desarrollo de las sociedades que posteriormente apoyarían su posición y forma de vida.



Con la Revolución Cubana, se puso en boga plantear que la totalidad de América Latina enfrentaba sólo dos alternativas: reforma o revolución. Los EE.UU. necesitaban hacer un gran esfuerzo para procurar que la primera alternativa prevaleciera. Es por ello que con la administración Kennedy se creó el programa de la Alianza para el Progreso, cuya retórica inicial estuvo fuertemente influida por un sector muy importante del pensamiento latinoamericano.

Particularmente influyente fue el documento preparado por Prebisch y otros destacados economistas latinoamericanos, donde se hacía un llamado especial a los EE.UU. para cooperar con aquellos países latinoamericanos deseosos de hacer cambios estructurales. La retórica inicial de la alianza para el Progreso fue bastante progresista, y sus tres objetivos oficialmente establecidos fueron: crecimiento económico, cambio estructural y democratización política.

Después de la muerte de Kennedy, la política de los EE.UU. hacia Latinoamérica se volvió más conservadora. Las reformas estructurales y la democratización de los países latinoamericanos dejaron de ser objetivos oficiales de la Alianza. Hacia el final de 1966, la política de los EE.UU. hacia América Latina estaba claramente en su fase más pragmática

El nivel total de la asistencia financiera bruta de los EE.UU. hacia América Latina durante los años sesenta fue muy impresionante; sin embargo los desembolsos netos fueron sustancialmente menores. Más de la mitad de la asistencia económica fue dedicada a repagos, amortización de préstamos oficiales previos, e intereses.

Los créditos oficiales y la ayuda estaban supuestamente destinados a financiar proyectos de inversión gubernamental. Sin embargo, el flujo de salida neto de los fondos de inversión privada estadounidense desde Latinoamérica hacia los EE.UU. excedió el flujo de entrada neta de los fondos oficiales estadounidenses. Esta tendencia explica, quizás, el respaldo de las multinacionales estadounidenses a la Alianza para el Progreso; sin embargo no se puede inferir que la ayuda oficial facilitó la salida del capital privado extranjero.

### *1.2.3 Los Años Setenta*

Durante los años setenta existieron cuatro claras tendencias en los flujos externos hacia América Latina. En primer lugar, comparando este periodo con los años sesenta, la proporción de financiamiento externo proveniente de fuentes privadas aumentó notablemente, de 39.8% en 1961-65 a 92.7% en 1978 (ver Cuadro 1).

El segundo cambio está relacionado con la composición de tales flujos privados. Como puede verse en el mismo cuadro, durante los años sesenta los fondos eran canalizados predominante a través de inversiones directas. Desde los años setenta, sin embargo, eran los bancos multinacionales los que proporcionaban la principal fuente de fondos, superando tanto a la inversión directa como a los fondos públicos.

Una tercera tendencia, que puede observarse en el mismo cuadro, es que durante los años setenta —y particularmente en 1973— hubo un agudo crecimiento en el nivel nominal y real del total de flujos financieros netos hacia América Latina. Estos préstamos fueron principalmente usados para cubrir los crecientes déficits de la cuenta corriente de la balanza de pagos. Como resultado del aumento de precio del petróleo y de otros bienes importados, combinando con una reducida demanda para sus exportaciones a raíz de la recesión de los países industrializados, los déficits en cuenta corriente de los países latinoamericanos —y particularmente los importadores de petróleo— crecieron sustancialmente.

La cuarta característica de los flujos financieros después de 1973 fue que los miembros de la OPEP reemplazaron en algunos años a los países industrializados como proveedores de capital, tal como puede apreciarse en el Cuadro 2. De esta manera, el déficit de ahorro nacional respecto a la inversión doméstica en el mundo importador de petróleo fue financiado por el excedente en ahorros de los exportadores de petróleo.

**CUADRO 1**  
**ESTRUCTURA Y NIVEL DE LOS FLUJOS NETOS DE RECURSOS EXTERNOS**  
**HACIA AMÉRICA LATINA, 1961-1978 (A)**  
 (promedios anuales en porcentajes)

	1961-65	1966-70	1971-75	1976	1977	1978
I. Flujos públicos netos	60.2	40.1	25.2	19.6	12.0	7.3
A. Multilaterales	19.5	15.7	13.4	14.4	7.4	3.1
1. Desarrollo	16.6	17.1	11.6	6.6	8.4	7.2
2. Compensatorios	2.9	-1.4	1.8	7.8	-1.0	-4.1
B. Bilaterales	40.7	24.4	11.8	5.2	4.6	4.2
1. EE.UU.	36.9	223.6	6.8	2.6	1.7	0.8
2. Otros países (b)	3.8	0.8	5.0	2.6	2.9	3.4
II. Flujos privados netos (c)	39.8	59.9	74.8	80.4	88.0	92.7
A. Bancos (d)	2.1	9.3	43.8	61.0	48.3	56.6
B. Proveedores	7.7	13.8	2.3	3.7	5.8	9.8
C. Bonos	5.0	2.5	2.5	3.3	14.8	10.3
D. Inversión Directa	25.2	33.3	26.2	12.4	20.1	16.0
III. Total (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
Total (millones de dólares)	1575.8	2641.3	7561.9	15301.5	15637.0	21807.2

- (a) Incluye los países miembros del Banco Interamericano de Desarrollo y Agencias subregionales.
- (b) Incluye los países socialistas y los miembros de la OCDE excepto los EE.UU.
- (c) Incluye créditos para nacionalizaciones.
- (d) Incluye instituciones financieras no bancarias.

Fuente: Griffith-Jones (1984).

**CUADRO 2**  
**ESTRUCTURA DE LOS FLUJOS DE CAPITAL GLOBALES (A)**  
*(miles de millones de dólares)*

	1967-73 (b)	1974-77 (b)	1978	1979	1980
Grupo de los Diez países industrializados y Suiza	-8.25	-0.75	-19.5	23.5	51.5
Países desarrollados pequeños	1.5	17.75	10.5	12.0	22.0
Países en desarrollo no exportadores de petróleo	6.0	21.0	22.5	36.0	51.0
Países en desarrollo exportadores de petróleo	-1.25	-38.0	-4.5	-68.0	-116.0

(a) El total de flujos de capital incluye movimientos monetarios (esto es, posición en cuenta corriente con el signo cambiado); signo negativo indica exportación del capital.

(b) Promedios anuales.

Fuente: Griffith-Jones (1984).

El principal medio para “reciclar” este importante volumen de fondos de los países superavitarios hacia los deficitarios fue el sistema bancario multinacional privado de los países industrializados.

En consecuencia, se puede decir que el principal factor del crecimiento de los préstamos a los países en desarrollo fue el rápido aumento de los depósitos provenientes tanto de países exportadores de petróleo como de otras fuentes, acompañado de una disminución de la demanda de crédito por parte de los clientes tradicionales a causa de la recesión en los países industrializados. Ello motivó a que los bancos prestaran a clientes hasta entonces catalogados como marginales.

Al mismo tiempo hubo factores que introdujeron una mayor inclinación a endeudarse, tanto en el sector público como privado de los países en desa-

rollo. Los gobiernos se embarcaron en programas que implicaban una fuerte expansión de la inversión pública, la cual frecuentemente tenía una alta proporción de bienes de capital importados que, por lo general, no estaban íntegramente financiados con recursos del país. Ello estuvo acompañado de un relativo estancamiento en el flujo neto de la asistencia oficial para el desarrollo. Además, los gobiernos de los países en desarrollo desarrollaron actitudes tendientes a favorecer una expansión del financiamiento externo proveniente de fuentes bancarias privadas. Los gobiernos comenzaron a preferir los préstamos privados en la medida en que éstos implicaban un mínimo tipo de condicionalidad en los desembolsos.

Los préstamos podían hacerse efectivos en forma muy rápida y formalmente casi no venían acompañados de atadura o condiciones en cuanto a la forma en que los respectivos fondos deberían ser empleados o sobre la política económica del país receptor.

El desarrollo de nuevas técnicas operativas (innovación financiera) en los mercados de euromonedas, especialmente hacia fines de los años sesenta, redujeron el riesgo en los eurobancos por los préstamos efectuados a los países en desarrollo. Las innovaciones que se introdujeron disminuían los riesgos derivados de grandes préstamos sujetos a largos periodos de amortización, que son el tipo de créditos requeridos por los países en desarrollo. Entre las innovaciones que se introdujeron está el crédito rotatorio (roll-over). Esta modalidad se basa en una tasa de interés flotante que varía aproximadamente según el costo de la moneda para el prestamista, el cual obtiene sus fondos en el mercado interno de corto plazo. La base para fijar la tasa de interés en estos préstamos a los países en desarrollo es la tasa LIBOR (London Inter-Bank Offered Rate) o bien el "Prime Rate" de los EE.UU., que constituyen una medida del costo de los fondos para los bancos. En adición a esta variable básica, se carga un margen (spread) sobre el LIBOR o Prime; éste refleja tanto la liquidez del mercado como la capacidad de crédito (credit worthiness) del prestatario en un momento determinado. El costo del crédito incluye además una "comisión de servicio" y una "comisión de compromiso", que se aplican sobre la porción no utilizada de los préstamos. Aunque el préstamo otorgado a un país en desarrollo pueda tener un largo periodo de amortización, la tasa de interés es modificada cada vez que el préstamo es extendido (normalmente cada 3 ó 6 meses). Esta "tasa de interés flotante" es decisiva porque transfiere al prestatario uno de los riesgos más importantes

del mercado (es el prestatario el que absorbe tanto los cambios cíclicos como de largo plazo que experimentan las tasas de interés).

Otra innovación importante en esta época fueron los “préstamos sindicados”, pues una proporción importante de las transacciones realizadas por los países en desarrollo en los mercados de euromonedas había sido canalizada a través de préstamos sindicados. Estos préstamos, que se iniciaron a finales de los sesenta, son compartidos por un gran número de eurobancos. Este mecanismo ha permitido que el riesgo por incumplimiento que se presenta en los grandes préstamos se distribuya entre un gran número de bancos.

#### *1.2.4 Los Años Ochenta : La década perdida*

Desde 1982 en adelante, el tema del financiamiento en los países en desarrollo se centró en cómo enfrentar las reiteradas dificultades de pago; lo que se puso en juego no sólo fueron los resultados de las finanzas particulares de cada país que no pudo afrontar sus pagos, sino el propio sistema financiero internacional. Las preocupaciones principales de los países en desarrollo en cuanto a las finanzas de largo plazo pasaron a ser el financiamiento de sus deudas vencidas. La razón más importante para la continua demanda de financiamiento externo se relacionó con el refinanciamiento del servicio de las obligaciones vencidas.

La característica principal de los años ochenta fue la aguda escasez de divisas, lo cual llevó a un retroceso de la tasa de crecimiento del producto de muchos países. Particularmente, en el Perú la tasa de crecimiento promedio del producto entre 1980 y 1989 fue -0.9 %. Lo cual ha llevado a caracterizar la década de 1980 como “la década perdida”.

Los años ochenta fueron “la década perdida” también para Latinoamérica, en general, debido no sólo al problema de la deuda externa, sino también por la declinación de las economías, y por la reducción de los niveles de vida; además, las aspiraciones respecto a un futuro mejor se vieron tremendamente disminuidas. Aun cuando ningún país latinoamericano repudió su deuda formalmente, hubo una serie de atrasos en el servicio de la deuda, lo cual dio lugar a una suspicacia extrema por parte de los acreedores que dudaron en incrementar su exposición en la región. Muy por el contrario, los bancos comerciales, que en realidad constituían los principales acreedores privados,

redujeron su exposición liquidando sus préstamos, rechazando renovar líneas de crédito rotatorio, y /o denegando crédito fresco para amortizar antiguas obligaciones. La severidad de la crisis, originada por el problema de la deuda externa, al final de la década, dejó pesimistas a muchos observadores sobre las posibilidades de renovación de los flujos externos de capital hacia la región. En cambio, la expectativa prevaleciente era que las regiones fuertemente endeudadas debían esperar, en el futuro cercano, un alivio financiero proveniente, principalmente, de las fuentes oficiales de crédito. Sin embargo, al final de la década resurgieron los flujos externos de capital privado hacia América Latina, lo cual sorprendió incluso a los observadores de los países receptores, tanto por el volumen como por la composición de los flujos.

### *1.3 Los Flujos Financieros en los Años Recientes*

Tras un paréntesis de casi una década, la afluencia de capitales internacionales a América Latina se reinició a principios de los noventa. Después de haberse ajustado a la escasez, la región pronto debió enfrentar el desafío relativamente poco familiar de tener que manejar una abundancia de capitales. El renovado flujo de capitales fue ampliamente percibido como un voto de confianza internacional a las medidas de estabilización y liberalización adoptadas en los años anteriores por la mayor parte de las economías latinoamericanas, y como una valiosa oportunidad para canalizar el ahorro internacional hacia la promoción del desarrollo de la economía interna.

Estas fluctuaciones en el volumen de los flujos de capital hacia América Latina revelan, en primer lugar, su volatilidad; y en segundo lugar que los flujos de capital hacia América Latina están determinados en gran medida por los acontecimientos que ocurren en la economía mundial, y que son esencialmente exógenos a América Latina. Según Gavin, Haussmann y Feiderman (1996), los flujos netos a la región están altamente correlacionados con la tasa de interés mundial, sobre la que los acontecimientos económicos ocurridos en América Latina tienen escasa influencia. La correlación positiva entre los flujos de capital a América Latina y el superávit en cuenta corriente de las principales economías industrializadas, según el mismo estudio, también pone de relieve la vinculación que existe entre las fluctuaciones en la disponibilidad de capitales internacionales y los flujos de capital a la región.

Ello no significa que los flujos de capital no se vean afectados por el entorno interno de políticas. Durante los años noventa, los países latinoamericanos que llevaron a cabo agresivas políticas de liberalización, redujeron la inflación y mantuvieron o crearon un sistema comercial y financiero abierto, recibieron capitales que aquellos que no lograron esos resultados.

En resumen, independientemente del entorno interno de políticas, es probable que los flujos internacionales de capital sigan constituyendo un importante mecanismo a través del cual se transmiten a América Latina los shocks que afectan a las economías industrializadas.

#### *1.4 Los flujos de capital en el caso peruano*

Los instrumentos financieros utilizados para efectuar la transferencia de capitales tienen un rol importante en el comportamiento del grupo de residentes del país receptor y de los inversionistas internacionales. De esta manera, los flujos de capital también pueden tener un impacto significativo sobre el grado de volatilidad a los cuales se ve sujeta la economía. Es probable que los flujos sean mayores si los flujos son a corto plazo y de naturaleza puramente especulativa que si en su mayoría reflejan inversiones extranjeras directas, las cuales presumiblemente están guiadas por variables fundamentales a mediano o largo plazo. Esto es particularmente cierto en la deuda a corto plazo que es líquida y puede ser vendida por los inversionistas internacionales en cualquier momento; en el caso de capital a largo plazo los propietarios asumen gran parte del riesgo del precio, además del riesgo asociado a una fuga generalizada de capitales de la economía. La composición de los flujos también está determinada por el grado de sensibilidad respecto a las diferencias en las tasas de interés.

Los mecanismos a través de los cuales el capital se canalizó al Perú difieren notablemente en los años recientes de los que tipificaron la afluencia de fines de los setenta y de los ochenta. Como puede verse en el Gráfico 2, los préstamos a largo plazo al Sector Público, principalmente provenientes de los bancos comerciales, constituyeron la forma dominante de intermediación internacional a fines de los setenta, representando más del 70% de la afluencia de capitales hacia Perú.



En marcado contraste, los préstamos de bancos comerciales constituyeron cerca del 5% en 1996, mientras que la inversión extranjera directa y la inversión por privatización constituyeron el 46% y 41%, respectivamente<sup>9</sup>.

Estos cambios tienen importantes implicaciones con respecto al manejo de los shocks que afectan la cuenta de capital. La participación mucho mayor de la inversión extranjera de capital significa que los inversionistas extranjeros están expuestos en forma más directa y comparten más plenamente el riesgo país.

Las políticas pueden afectar la composición de la afluencia de capitales en diferentes formas. Las políticas económicas sustentables y verosímiles probablemente se traduzcan en flujos de capital menos volátiles, ya que los inversionistas internacionales estarán más dispuestos a asumir compromisos relativamente irreversibles con respecto a la economía.

## 2. ENFOQUE MONETARIO DE LA BALANZA DE PAGOS

Tal como se ha mostrado anteriormente, históricamente ha existido una gran afluencia de capitales hacia América Latina, especialmente en la segunda mitad de este siglo. El objeto de estudio de este documento es analizar las implicancias que ha tenido este movimiento de capitales en el manejo de la política monetaria de los países de la región. Para realizar este análisis se utiliza el *Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos*, según el cual todo desequilibrio en la balanza de pagos refleja un desequilibrio monetario, ya que el superávit o déficit afecta la liquidez del sistema, y por tanto a la intermediación bancaria.

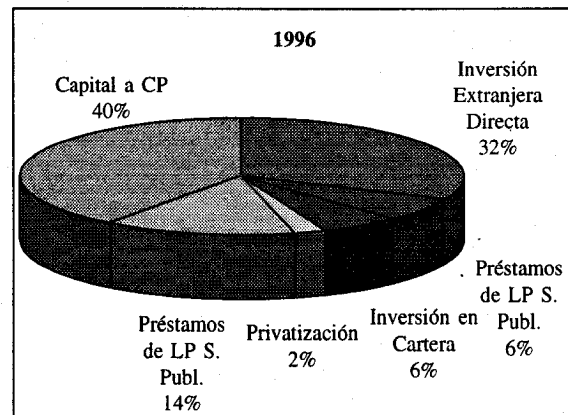
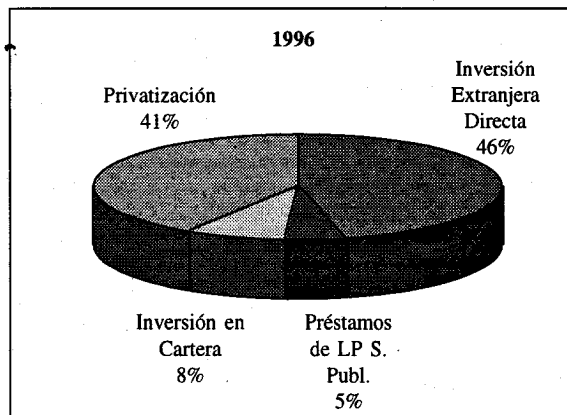
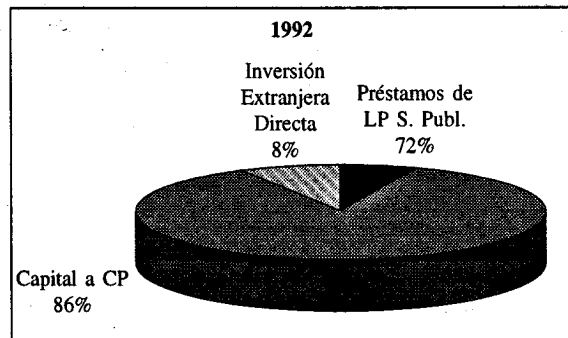
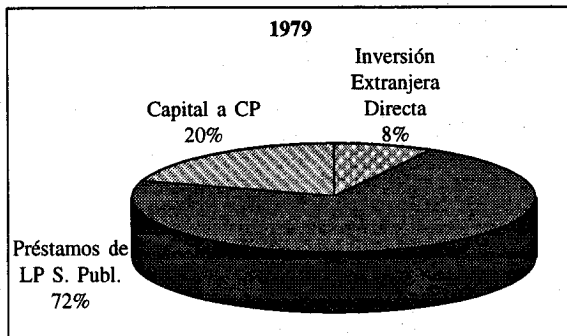
Aun cuando la Aproximación Monetaria a la Balanza de Pagos data de la época de David Hume<sup>10</sup>, su estudio cobra nuevamente vigencia después de

---

9. No se considera dentro del cálculo de los porcentajes el correspondiente a "Capitales de Corto Plazo" debido a que el año 1996 dicho rubro alcanzó la cifra negativa de 57 millones de US dólares.

10. David Hume (1711-1776) argumentó que un superávit permanente no era posible, por lo que no tenía sentido centrar los objetivos en subsanar la balanza, en igual forma el déficit

GRÁFICO 2  
FLUJOS DE CAPITAL AL PERÚ POR TIPO DE INVERSIÓN, 1979-1997



la Segunda Guerra Mundial con la introducción de dos importantes aportes. El primero, que precedió al interés académico en políticas monetarias, estuvo desarrollado por funcionarios del FMI. Su exponente más importante fue J.J. Polack<sup>11</sup>. Robert Mundell y Harry Johnson, de la Universidad de Chicago, realizaron similares aportes. Los funcionarios del Fondo desarrollaron este enfoque a fin de contar con módulos que sirvieran para monitorear el manejo macroeconómico, pues sólo se disponía de estadísticas rudimentarias como fuente de información. Cuando el Fondo desarrolló los primeros estudios en las economías de los países en desarrollo encontró que muy pocos de los problemas subyacentes se podían resolver con la ayuda de la estructura analítica Keynesiana; principalmente, porque a principios de los cincuenta muchos de los países en vías de desarrollo no contaban con Cuentas Nacionales en ingreso y producción lo suficientemente detalladas para hacer un análisis de ingreso nacional y de determinación de la balanza de pagos en concordancia a la línea Keynesiana y a la Teoría de la Absorción<sup>12</sup>. Sin embargo, sí se podía contar con las estadísticas monetarias de los Bancos Centrales, obtenidas en el trabajo de supervisión del sistema bancario. También existía información de comercio exterior. En vista de la disponibilidad de este tipo de datos en muchos países en vías de desarrollo, donde otra clase de información estadística era escasa, se pensó en utilizar esta estructura de análisis para aprovechar totalmente los datos disponibles.

En opinión de algunos académicos, como Chacholiades (1992), las limitaciones del enfoque monetario son bastantes fuertes, pues considera a la balanza de pagos como una válvula de seguridad que se abre automáticamente para eliminar un exceso de oferta de dinero en forma de déficit en la balanza de pagos o para admitir dentro del país una cantidad adicional de dinero en forma de superávit en la balanza de pagos, con el fin de satisfacer un exceso existente de demanda de dinero.

---

se curaría por sí mismo. Esto era posible porque el patrón oro (gold standard) tenía un mecanismo de ajuste automático. Visto de otra manera, cada país tiene una cantidad "natural" de oferta monetaria que corresponde con su capacidad productiva.

11. Cuyo artículo más importante en este sentido, "Monetary Analysis of Income Formation and Payments Problem", apareció en 1957.
12. Según la Teoría de la Absorción la Balanza Comercial es igual a la diferencia que existe entre la producción de una economía y su capacidad de absorción.

Al considerar los desequilibrios como un fenómeno temporal y autocorrector, el enfoque monetario conduce prácticamente a la conclusión de que, por lo general, no es necesaria ninguna medida de política para corregir los desequilibrios en la balanza de pagos. Si las autoridades son lo suficientemente pacientes y permanecen pasivas, un desequilibrio de pagos se corregirá de manera automática, tarde o temprano. El problema, claro está, es que la corrección puede darse muy tarde y mientras tanto la economía tiene que sufrir, más adelante, un innecesario costo de ajuste.

Sin embargo, en opinión de Mario Blejer (1993), es verdad que, en su más estilizada caracterización, para el enfoque monetario los cambios en las reservas internacionales están directamente relacionados al mercado monetario de modo que, bajo tipo de cambio fijo, el cambio en reservas debe igualar la diferencia entre el cambio real de la demanda monetaria y el cambio en el componente doméstico de la oferta monetaria. Pero esta caracterización se basa en supuestos muy restrictivos, como la total integración entre bienes internos y externos y de los mercados de capital. Esta también es una caracterización de equilibrio de **largo plazo**, pero es consistente con distintas alternativas de ajuste de **corto plazo**. En la actualidad, muchos de los supuestos restrictivos se han levantado, y en su lugar se han tenido resultados más realistas. Pero la estructura más general preserva la relación entre los sectores externos y monetarios como lo postula el enfoque monetario (esto es, que los desequilibrios monetarios recaen en la balanza de pagos), y esta relación es lo suficientemente fuerte como para no perder su validez ante diferentes conjuntos de supuestos. Se puede llegar a la conclusión que esperar utilizar el enfoque monetario exclusivamente para formular políticas de largo plazo basados en que se cumplan los supuestos ideales es caracterizar este enfoque de una manera estrecha y distorsionada.

El Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos nos dice que cuando el tipo de cambio es controlado por las autoridades monetarias, la balanza de pagos viene a ser uno de los medios por el cual la oferta monetaria nominal es ajustada. De tal forma que la oferta monetaria nominal no está más bajo el control directo de las autoridades monetarias y viene a ser una variable endógena dentro del sistema. Lo que las autoridades monetarias controlan es el volumen del crédito interno. La distinción entre la creación de dinero y el crédito interno es crucial, ya que en este caso, el banco central lo que controla es el crédito interno. Por otro lado, cuando el tipo de cambio es flexible,

hipotéticamente, no deberían existir cambios en el nivel de reservas. Sin embargo, por rigideces del mercado esta afirmación no es del todo cierta. En este caso, las autoridades monetarias están en disposición de controlar el nivel de reservas, con lo cual ejercen un control sobre la oferta monetaria real.

En el contexto latinoamericano y peruano se ha visto que ha existido un incremento de los flujos externos de capital, lo cual ha repercutido en la elevación de las Reservas Internacionales, y en consecuencia en la Liquidez del Sistema. Los incrementos en los movimientos crediticios internos también ha sido característica de estos últimos años. Ya que el Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos relaciona estas tres variables, siendo su ecuación fundamental:  $\text{Reservas} + \text{Crédito Interno} = \text{Liquidez del Sistema}$ . Obtenemos de esta manera el sustento teórico que relaciona las tres variables que nos interesan para el análisis del control monetario en la entrada de los flujos de capital.

La siguiente sección tratará de evaluar la efectividad de las políticas monetarias en controlar el crédito interno, cuya fuente son los flujos de capital extranjero. Un indicador de dichos esfuerzos, en el contexto latinoamericano, es la relación que se encuentra entre el Crédito Interno y la Liquidez.

### **3. IMPLICANCIAS DEL LIBRE FLUJO DE CAPITALES EN EL CRÉDITO INTERNO EN LATINOAMERICA**

#### **3.1 *Introducción***

Los mercados internacionales han crecido espectacularmente desde mediados del decenio de 1960. Los movimientos de capital reflejan la expansión de la economía mundial, el aumento del comercio internacional, la globalización de la producción; todos estos factores se vinculan a los netamente financieros, los cuales han aumentado a un ritmo notablemente más rápido. En los decenios de 1970 y 1980, muchos países comenzaron a liberalizar sus sectores financieros nacionales y a abandonar la regulación de las "transacciones de divisas". Todo lo cual, combinado con los revolucionarios avances tecnológicos en la gestión de la información y de las telecomunicaciones, además del surgimiento de técnicas financieras cada vez más perfeccionadas, contribuyó a un auge de los flujos financieros nacionales e internacionales.

Hablar de mercados financieros integrados resulta prematuro, puesto que la movilidad del capital internacional está lejos de ser perfecta. No obstante, no hay duda que los flujos de capital y la integración financiera internacional aumentan velozmente. Esta circunstancia ha causado una gran **controversia**. En un extremo están aquellos que ven la creciente integración como un signo de mayor eficiencia; según esta interpretación, los mercados están superando la represión financiera que caracterizaba la ineficiente regulación gubernamental. En el otro extremo están aquellos que consideran que el auge de los flujos de capital constituye una especulación, con un alto riesgo implícito.

Para contrarrestar estas dudas, se ha hecho una evaluación siguiendo el enfoque monetario de la Balanza de Pagos para Perú y otros países de la región. Se ha escogido cuatro países de mayor desarrollo –Argentina, Brasil, Chile y México–, y otros tres países de desarrollo similar –Bolivia, Ecuador y Colombia. Las razones para haber escogido estos países son, en primer lugar, porque son socios comerciales y su desarrollo influye notablemente en el desenvolvimiento de la economía peruana; en segundo lugar, porque han seguido políticas económicas similares, abocándose a las reformas y apertura de sus sistemas financieros, procurando una adecuada adaptación de las nuevas políticas financieras al ritmo de la liberalización y de la apertura. No obstante que las reformas financieras se han efectuado atendiendo a las características particulares de cada país, se advierten elementos comunes tales como: mayor participación de los mecanismos de mercado en la determinación de las tasas de interés, mayor captación de recursos financieros, disminución de los requerimientos de encaje<sup>13</sup>, y cambio en el diseño de los enfoques en la supervisión bancaria. Además, se ha tenido presente que el requisito básico para la implementación exitosa de las políticas de apertura y reforma del sistema financiero es contar con un entorno macroeconómico estable. En este aspecto, la mayoría de países de la región ha logrado avances importantes en el terreno de la estabilización económica y el control de la inflación. Al mismo tiempo, se ha decretado la liberalización de las tasas de interés y el tipo de cambio, como parte de la implementación de políticas monetarias restrictivas.

---

13. En el Perú, los requerimientos de encaje en MN, por lo general, han tendido a disminuir para incentivar los préstamos en MN, sin embargo, el encaje en ME ha permanecido invariable.

En el Cuadro 3, se puede observar que casi todos los países en estudio han tenido un crecimiento económico similar, a excepción de Chile, Perú y Argentina, que han estado por encima del promedio, y de México que ha estado bastante rezagado, en el período 1991-1995. Por otro lado, se observa que casi todos los países presentan una apreciación en su moneda, producto de la masiva afluencia de capitales hacia esta región. Además, a excepción de Chile, la mayoría de los países muestran un bajo ratio de ahorro interno/PBI.

La información de las principales variables monetarias del Sistema Monetario Peruano y Latinoamericano se encuentra en los Cuadros 4 al 11, donde se consignan las cuentas del Sistema Monetario de Perú, Brasil, Chile, México, Argentina, Bolivia, Colombia y Ecuador. Estos cuadros han servido para poder graficar la efectividad de las políticas monetarias para controlar las variables monetarias frente al flujo de capitales externos. Un indicador de dicha efectividad es la relación Crédito Interno/Liquidez del Sistema, los cuales se presentan en los Gráficos 3 al 10, conservándose el orden de países<sup>14</sup>.

De los gráficos mencionados, se observa que Chile ha mantenido durante todo el período analizado un índice cercano al 0.5 y Perú se ha ido acercando paulatinamente a ese ratio, mientras que el resto de países ha seguido trayectorias similares, aunque con tendencia a mejorar el ratio. Por ejemplo, Argentina, que al inicio del período mantenía un ratio de 1.25, lo ha ido disminuyendo paulatinamente hasta llegar a 0.87 en 1997. El caso de Brasil es fluctuante, pues si bien al inicio del período sustentaba un ratio de 0.94, en 1993 alcanzó el 1.03, para luego disminuir a 0.81 en 1997. México, si bien

---

14. Esta relación es el complemento de la relación Reservas Internacionales/Liquidez del Sistema. Su importancia está muy ligada con el nuevo concepto para el manejo efectivo de las Reservas Internacionales. La literatura tradicional destaca el papel de los flujos de comercio en la determinación del nivel óptimo de reservas de un país. Los analistas típicamente relacionan el nivel óptimo de las reservas con la vulnerabilidad de los ingresos por exportación y el grado de apertura de las economías. Mientras tanto, en un mundo con una mayor movilidad del capital, una mayor integración y sofisticación financiera, la pregunta acerca del nivel óptimo de las reservas tiene que ver menos con las corrientes de comercio que con la necesidad de evitar las crisis financieras. Sebastián Edwards plantea que la manera de analizar el nivel de reservas esté relacionado más con los pasivos del gobierno o del sector bancario, y que todavía se está planteando la manera cómo efectuar este análisis. Ver Edwards (1997).

comenzó con un ratio bajo de 0.76, en 1994 y 1995 alcanzó 1.02; este ratio se justifica por la crisis suscitada en ese país, lo cual llevó al retiro de los capitales externos. Colombia comienza el periodo con un nivel razonable de 0.52, subiendo paulatinamente hasta alcanzar el 0.72. Ecuador, si bien comienza con un nivel alto de 1.11, disminuye solamente hasta el nivel de 0.76 en 1997. Bolivia mantiene niveles estables entre 0.72 y 0.80. De los países analizados se observan dos grupos claramente diferenciados, los que han alcanzado el ratio de 0.5 y el resto. Estos dos grupos de países han enfrentado diferentes criterios de política. Se puede ver que aun cuando el crecimiento de la liquidez ha sido notable en Chile y Perú, 554% y 260% entre 1988 y 1997 respectivamente, este primer grupo ha controlado el crecimiento del crédito interno y por consiguiente aumentado sus Reservas Internacionales<sup>15</sup>.

### 3.2 *Políticas de intervención*

En general, dentro de un ámbito de liberalización financiera, los instrumentos adoptados se han orientado a dos niveles de intervención: intervención esterilizada e intervención no esterilizada. Estos mecanismos de intervención obedecen a la inesperada abundancia de financiamiento externo a los que se enfrenta un país. Dado que dicho flujo de capital puede ser en parte transitorio o, en su defecto, fluir con demasiada rapidez como para que las economías lo absorban con eficacia es necesario, entonces, intervenir. El objetivo es estimular flujos cuyo volumen esté en concordancia con la capacidad interna de absorción de la economía, y encauzarlos hacia proyectos de inversión productivos.

Las posibles combinaciones de políticas monetarias y cambiarias llevan a distinguir dos alternativas de intervención principales:

- a) Intervención no esterilizada. Este primer nivel de intervención ha sido adoptado con frecuencia por países que se plantean como principal objetivo la estabilidad de los precios, usando como ancla un tipo de cambio nominal fijo, y que están dispuestos a aplicar una política

---

15. En Perú, cerca del 40% de las Reservas corresponden a encajes de los bancos que son mantenidos en el BCR. Esto denota el esfuerzo del BCR por esterilizar los flujos externos.



CUADRO 3  
PRINCIPALES VARIABLES MACROECONÓMICAS

	Variación PBI (%)	PBI Per-Cápt. (%)	Inversión (%PBI)	Ahorro Int. (%PBI)	Ahorro Ext. (%PBI)	Export. FOB (millones \$)	Balanza Cta. Cte. (millones \$)	TC Real (1990=100)
	1991-1995	1991-1995	1995	1995	1995	1995	1995	1995
Perú	5.7	3.9	30.0	23.6	7.1	5,572	-3,447	85.6
<b>Países más desarrollados</b>								
Brasil	2.6	0.8	22.5	18.5	4.0	46,506	-18,136	70.6
Chile	7.2	5.4	27.8	32.5	-0.3	16,039	160	92.4
México	0.8	-1.0	16.2	15.5	0.2	79,542	-1,576	121.1
Argentina	5.2	3.9	20.1	18.9	1.2	20,969	-2,399	87.0
<b>Países de Desarrollo Similar</b>								
Bolivia	4.0	1.5	16.0	11.3	4.7	1,042	-302	126.6
Colombia	4.5	2.8	25.2	26.1	8.9	10,396	-4,054	74.9
Ecuador	3.8	1.5	20.2	16.0	4.7	4,358	-826	78.8

Fuente: CEPAL, Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1995-1996

monetaria pasiva. Se puede singularizar a Argentina en el decenio de 1990 entre los países que han estado más cerca de la forma más pura de esta alternativa. La inflación ha disminuido marcadamente y la economía ha experimentado una fuerte recuperación de la actividad económica. Sin embargo, la apreciación del tipo de cambio, junto con la liberalización de las importaciones ha contribuido a un acentuado deterioro de la balanza comercial, y el déficit en cuenta corriente se ha acrecentado haciendo al país vulnerable a caídas de ingresos de capital, en tanto que el ahorro interno ha mostrado una tendencia a estancarse o bajar. Puesto que el ahorro externo estimula desproporcionalmente la actividad interna, la trayectoria de la economía depende en gran medida de la sostenibilidad de los flujos de capital<sup>16</sup>.

- b) **Intervención esterilizada.** Este enfoque supone una esterilización de los efectos monetarios al acumular reservas durante períodos de intensificación de las entradas de capital. El propósito es aislar la oferta monetaria de las fuertes fluctuaciones derivadas de la movilidad del capital. Este tipo de esterilización, si es eficaz, impide que bajen las tasas internas reales de interés y limita la expansión de la demanda agregada. Este tipo de intervención ha sido preferido por los países que ya han salido de situaciones recesivas y que mantienen una política monetaria activa y, al mismo tiempo, una postura más cautelosa en lo que respecta a las entradas de capital. Refleja una preocupación por el desarrollo sostenido del sector rubros comerciales y la canalización del capital extranjero hacia el ahorro y la inversión. En las economías que hacen uso pleno de su capacidad productiva, la esterilización tiene la ventaja de controlar el gasto e impedir una mayor apreciación real cambiaría.

Sin embargo, existe una opción intermedia para los gobiernos que quieren utilizar un tipo de cambio flexible y la intervención del Banco Central como instrumentos. Esta opción es más realista. Siendo el monto de acumulación de reservas una opción de política. Cuanto más agresiva es la acumulación de reservas más se aíslan las presiones sobre el tipo de cambio nominal. Si las reservas son bajas al comienzo del período de afluencia de flujos

---

16. Devlin, Ffrench-Davis y Griffith-Jones (1995).

de capital, puede esperarse una acumulación de reservas; después puede existir una disminución de la tendencia a acumular reservas.

### 3.3 *Situación en el Perú*

En julio de 1990, si bien existía un control de cambios con un sistema de cambios múltiples, en la práctica existía ya una apertura de capitales con el exterior. Una gran parte de los agentes económicos tenían atesorada una magnitud considerable de divisas, existiendo además mecanismos informales mediante los cuales se podía transferir moneda extranjera del país al exterior y viceversa. De esta manera existía de facto un libre flujo de capitales, por lo que una liberalización oficial de la cuenta de capitales representaba básicamente una disminución de los costos de transacción<sup>17</sup>. En el caso peruano, la liberalización de la cuenta de capitales involucraba decidir sobre aspectos importantes del sistema cambiario. Existía un sistema de tipo de cambio múltiple en el cual, junto a un mercado oficial con tipos de cambio diferenciados para distintos grupos de importaciones y exportaciones, coexistían dos mercados cambiarios libres: uno referido a los certificados en moneda extranjera que se otorgaba a los exportadores y el otro correspondía al mercado informal.

De otro lado, una buena parte de los depósitos bancarios estaban constituidos en moneda extranjera, estando éstos sujetos a topes en las tasas de interés que eran ligeramente superiores a las tasas vigentes del mercado internacional. En consecuencia, la apertura de capitales con el exterior no solamente incluía la oficialización del libre flujo de capitales, sino también la liberalización de las tasas domésticas de interés en moneda extranjera. Frente a las expectativas de mayor rentabilidad a raíz de la liberalización de la economía se produce un flujo rápido de capitales del exterior que no puede ser completamente absorbido por la economía, lo cual contribuye a la apreciación del tipo de cambio.

---

17. Los mecanismos informales de transferencia de moneda extranjera están referidos al uso que tenían ciertas instituciones financieras no formalmente establecidas de transferir dinero al exterior a un costo relativamente alto, por actuar fuera de las reglas establecidas por entidades reguladoras en ese momento. Por lo cual, liberalizar el mercado de estas normas asfixiantes, automáticamente bajaba los costos de transacción.

Posteriormente, en setiembre de 1990, con la administración Fujimori se implementó un exigente programa de estabilización y reforma económica. Este programa de estabilización adoptó una política de control monetario basado en metas decrecientes de la base monetaria.

Sin embargo, la presión revaluatoria sobre el tipo de cambio real que ejerce la entrada de capitales, y el reconocimiento de una potencial vulnerabilidad del sistema financiero ante una salida repentina de capitales, llevó al BCR, casi desde un inicio –1992–, a emplear instrumentos monetarios para mediatizar estos efectos macroeconómicos: por un lado, el mantenimiento de un encaje marginal de 50% a los depósitos en moneda extranjera, que posteriormente se ha reducido a 45%, y de otro lado, la compra de divisas.

Sin embargo, el hecho más importante es que el BCR ha sido consciente que la entrada de capitales externos al Perú requería la aplicación de un alto tipo de encaje en moneda extranjera como medida precautoria<sup>18</sup>. Con esta medida se pretendía restringir, en alguna medida, la significativa cantidad de recursos financieros por efecto de la entrada de capitales, por los problemas potenciales de solvencia que pudieran surgir en el sistema financiero, ya que las entidades del sistema financiero –al no poder absorber adecuadamente estos fondos– los colocarían en alternativas de alto riesgo, pudiendo desembocar en situaciones de deterioro en la calidad de los activos<sup>19</sup>.

### *3.4 Situación en países de desarrollo similar al peruano*

Al igual que en el resto de la región, en Bolivia, Ecuador y Colombia se han llevado a cabo procesos de liberalización financiera en medio de fuertes desequilibrios macroeconómicos e insuficiencia de ahorro interno.

---

18. Este efecto se ve potenciado por el hecho de que la liquidez en moneda extranjera representa alrededor de un 70% de la liquidez total del sistema. Sin embargo, la banca nacional puede endeudarse con el exterior en condiciones bastante favorables ya que no necesitan guardar encaje con los créditos que tienen del exterior.

19. Ver Memoria del BCR-1993, p. 69.

La interacción entre las condiciones macroeconómicas y la situación del sistema bancario en América Latina ha demostrado que los riesgos de crisis bancarias son grandes si los equilibrios macroeconómicos no están plenamente logrados. La puesta en marcha de un programa de fuerte liberalización o desregularización sin que se hayan consolidado las mejoras institucionales correspondientes, incluida una supervisión más eficaz, tiende a aumentar la vulnerabilidad del sistema financiero. Por otra parte, las incertidumbres y los desórdenes de índole político también propician en gran medida la aparición de crisis bancarias en la región.

Por ejemplo, en Ecuador, aunque se produjeron crisis políticas, problemas de confianza y de desajustes macroeconómicos, las dificultades bancarias obedecieron en especial a los bajos estándares de información y a un marco regulatorio y de información deficiente. Por otro lado, aun cuando la economía de Bolivia ha gozado de estabilidad en los últimos años, se ha debido hacer frente a las crisis suscitadas en su sistema bancario. Lo cual puede atribuirse, sin perjuicio de los avances registrados desde fines de la década pasada, a las situaciones microeconómicas e institucionales, tales como la ausencia de marcos regulatorios acordes con los riesgos de un mercado poco intervenido y en rápida expansión.

### *3.5 Situación en países de mayor desarrollo al peruano*

Para fines comparativos se han tomado en estudio las experiencias en Brasil, Chile, México y Argentina, como países de mayor desarrollo a los anteriormente mencionados. A excepción de Chile, cuyo mercado bancario ha dado muestras de extraordinaria bonanza, pues ya lleva 11 años de crecimiento consecutivo con depósitos del orden del 60% del PBI, retornos reales sobre el capital cercanos al 20% anual, y una morosidad de cartera no mayor a un 0.7%; los otros dos países han enfrentado situaciones de alta inestabilidad.

Es bien conocida ya la pérdida de confianza que suscitó la crisis mexicana en 1994, la cual llevó no sólo al retiro del capital externo del país. Además, desencadenó en la región una ola de réplicas que lesionaron las instituciones financieras de algunos países. Esta ola afectó también a Argentina y Brasil cuya situación se vio agravada por la necesidad de realizar fuertes ajustes macroeconómicos.

Es importante notar que el alto índice Crédito Interno/Liquidez que detentan Brasil México, y Argentina (ver Gráficos 3, 5 y 6) implica un alto grado de riesgo para la región por el fuerte peso económico y financiero que tienen estos tres países.

### **3.6 Composición reservas-crédito interno en la liquidez del sistema**

Se puede decir que esta composición dependerá de la evaluación que las autoridades económicas hagan al respecto y de lo que consideren sus necesidades. Si las reservas son bajas al comienzo de un período de afluencia, puede esperarse que los Bancos Centrales acumulen reservas en las etapas iniciales, aun en el caso en que no deban hacerlo en virtud de un compromiso cambiario formal. A lo largo del tiempo, puede decrecer la tendencia a acumular reservas. En consecuencia, el nivel de Reservas Internacionales que se quiere tener depende de las posibilidades de reversión de los flujos entrantes de capital. Si existe una alta probabilidad de que el capital que está fluyendo decida retirarse en un futuro próximo, entonces sería prudente acumular un mayor nivel de Reservas.

En el caso concreto de los países en estudio, ha existido un incremento de Reservas Internacionales particularmente fuerte en Chile, Bolivia, Perú y Colombia con aumento de 554%, 323%, 260% y 258% respectivamente, en el periodo 1988-1997. Por otro lado, los países que detentan un menor ratio Reservas / Liquidez, o alternativamente un mayor ratio Crédito Interno/Liquidez son, coincidentemente, los que menos Reservas Internacionales han acumulado en este último periodo. En orden decreciente, tenemos que Argentina, Ecuador, México y Brasil han variado sus Reservas en 159%, 125%, 88% y -36%, respectivamente.

Es importante distinguir los objetivos de la política de un gobierno cuando se trata de determinar su nivel de reservas internacionales. Por un lado, el objetivo puede ser obtener un ancla cambiaria que evite el incremento en el nivel de precios; y por otro, el objetivo puede ser aislar la oferta monetaria de fluctuaciones, a fin de evitar una expansión de la demanda agregada. En ambos casos, la determinación de la política que se decida seguir determina al mismo tiempo el nivel del crédito interno. Y en este sentido, el objetivo es también evitar que éste genere situaciones de riesgo en caso de una reversión de los flujos.

### 3.7. Consideraciones de enlace

En resumen, el tema tratado ha sido determinar los instrumentos que permiten aminorar los efectos de los flujos de capital que ingresan al país, como los incrementos los niveles de Reservas Internacionales que han ayudado a controlar el excesivo crecimiento de la liquidez. Sin embargo, por otro lado, existe otro tipo de tratamiento de los efectos en los flujos de capital sobre el sistema bancario, el cual está referido a las técnicas de *supervisión bancaria*. Los defensores de la liberalización han argumentado que la adopción de mejores técnicas podría **reemplazar** a los controles directos sobre el sistema bancario. A diferencia de los instrumentos de control de la liquidez que sólo controlan el volumen, la supervisión bancaria idealmente afecta la cantidad y la calidad de la expansión del crédito.

Existe una importante herramienta de supervisión que se ha aplicado durante la última década, y es una norma internacional para la relación entre el capital de un banco y sus activos ponderados en función del riesgo. Esta norma requiere que los bancos mantengan más capital en relación con los activos de mayor riesgo, lo cual debería estimular a los bancos a mantener carteras con menor riesgo. Sin embargo, resulta difícil determinar si las normas de capital están logrando restringir el incremento de los activos con riesgo, o si algunos bancos están declarando en forma inapropiada sus coeficientes capital/préstamos. Si los activos son valorados en forma inapropiada, el capital bancario refleja una situación falsa de calidad del balance de un banco. Por lo que el desafío fundamental que enfrentan los responsables de la formulación de políticas es diseñar *herramientas de supervisión* para controlar el riesgo financiero aplicable a instituciones individuales. En el siguiente punto se abordará el tema, en forma precisa, de los alcances que ha tenido la reforma de la supervisión bancaria en nuestro medio y, en general, las limitaciones que tiene el ratio aludido (Ratio de Basilea) en cuanto a su capacidad de cubrir otros riesgos.

CUADRO 4  
CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO PERUANO

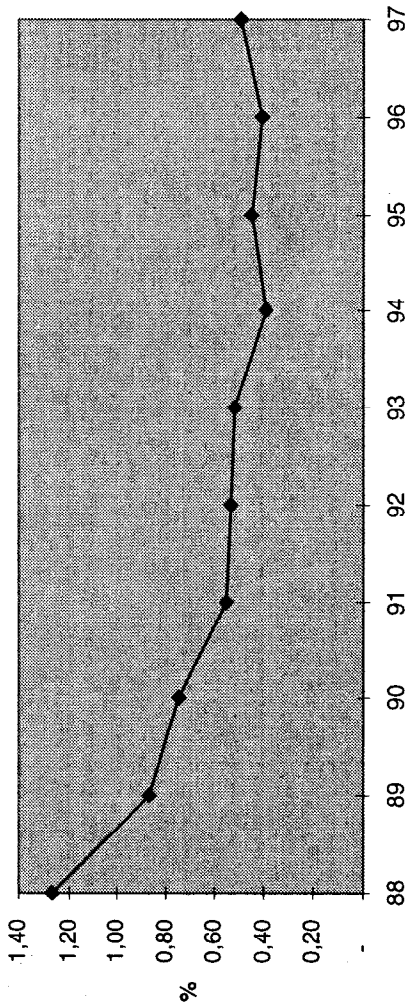
	Reservas	Crédito Interno	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio	Reservas	Crédito Interno	Liquidez del Sistema
	<i>(miles de millones de pesos)</i>			<i>(pesos por dolar)</i>	<i>(millones de dólares)</i>		
1988	(0,18)	8,86	0,68	0.000129	(1.395,35)	6.658,91	5.263,57
1989	2,63	17,04	19,67	0,002666	988,00	6.391,60	7.379,59
1990	333,00	988,00	1.321,00	0,188000	1.771,28	5.255,32	7.026,60
1991	2.035,00	2.544,00	4.579,00	0,773000	2.632,60	3.291,07	5.923,67
1992	4.372,00	5.029,00	9.401,00	1,246000	3.508,83	4.036,12	7.544,94
1993	8.311,00	8.947,00	17.258,00	1,988000	4.180,58	4.500,50	8.681,09
1994	14.802,00	9.588,00	24.390,00	2,195000	6.743,51	4.368,11	11.111,62
1995	17.089,00	14.025,00	31.114,00	2,253000	7.585,00	6.225,03	13.810,03
1996	24.784,00	17.181,00	41.965,00	2,453000	10.103,55	7.004,08	17.107,62
1997*	25.570,00	24.885,00	50.455,00	2,660000	9.612,78	9.355,26	18.968,05

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional



GRÁFICO 2  
PEÚ: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



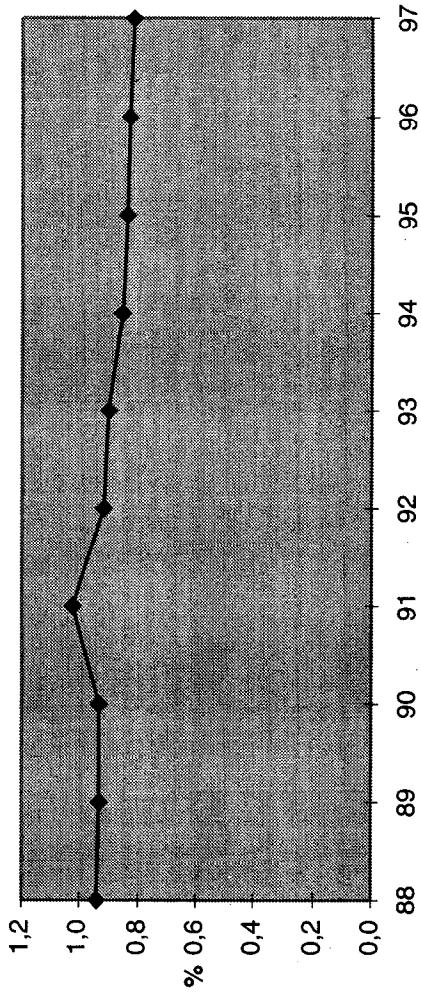
**CUADRO 5**  
**CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO BRASILEÑO**

	Reservas	Crédito Interno <i>(miles de millones de pesos)</i>	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio <i>(pesos por dolar)</i>	Reservas	Crédito Interno <i>(millones de dólares)</i>	Liquidez del Sistema
1988	0,002578	0,038905	0,041483	0,000000095	27.137	409.526	436.663
1989	0,048779	0,684056	0,732835	0,000001031	47.312	663.488	710.800
1990	0,710000	9,674000	10,384000	0,000024836	28.588	389.515	418.103
1991	(1,376000)	51,964000	50,588000	0,000148000	(9.297)	351.108	341.811
1992	65,951000	755,285000	821,236000	0,001641000	40.190	460.259	500.449
1993	2,384,000000	20.885,000000	23.268,000000	0,032000000	74.500	652.656	727.156
1994	30.724,000000	179.763,000000	210.487,000000	0,639000000	48.081	281.319	329.401
1995	44.817,000000	229.570,000000	274.387,000000	0,918000000	48.820	250.076	298.897
1996	53.327,000000	254.684,000000	308.011,000000	1,005000000	53.062	253.417	306.479
1997*	56.923,000000	246.392,000000	303.315,000000	1,088000000	52.319	226.463	278.782

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 4  
BRASIL: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



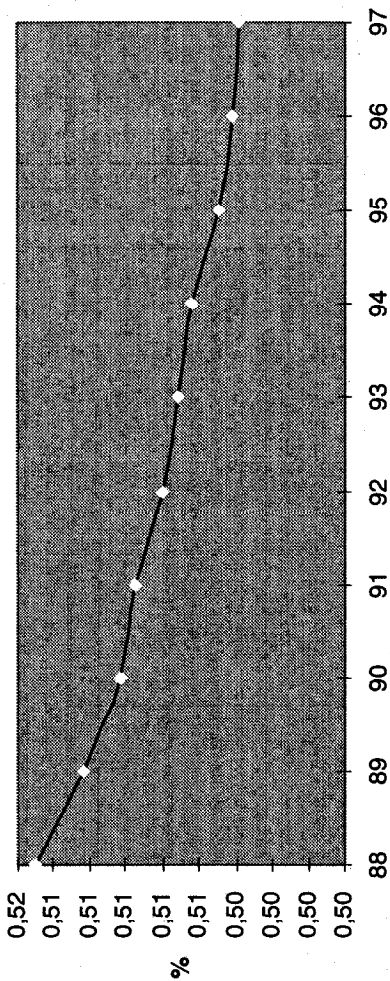
CUADRO 6  
CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO PERUANO

	Reservas	Crédito Interno (miles de millones de pesos)	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio (pesos por dolar)	Reservas	Crédito Interno (millones de dólares)	Liquidez del Sistema
1988	-1283,0	5003,0	3.720,0	245,05	3.965,1	4.210,1	8.175,2
1989	-720,0	5737,7	5.017,7	267,16	5.284,9	5.552,0	10.836,9
1990	263,2	6707,9	6.971,1	304,90	7.276,0	7.580,9	14.856,9
1991	1071,9	7652,0	8.723,9	349,22	9.073,1	9.422,3	18.495,5
1992	1684,7	9172,8	10.857,5	362,58	11.220,1	11.582,7	22.802,7
1993	2229,8	11397,4	13.627,2	404,17	14.031,4	14.435,5	28.466,9
1994	3341,8	12406,6	15.748,4	420,18	16.168,6	16.588,8	32.757,3
1995	4376,0	15182,0	19.558,0	396,77	19.954,8	20.351,5	40.306,3
1996	5939,7	17676,8	23.616,m5	412,27	24.028,8	24.441,0	48.469,8
1997*	7532,9	18582,1	26.115,0	414,85	26.529,9	26.944,7	53.474,6

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 5  
CHILE: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



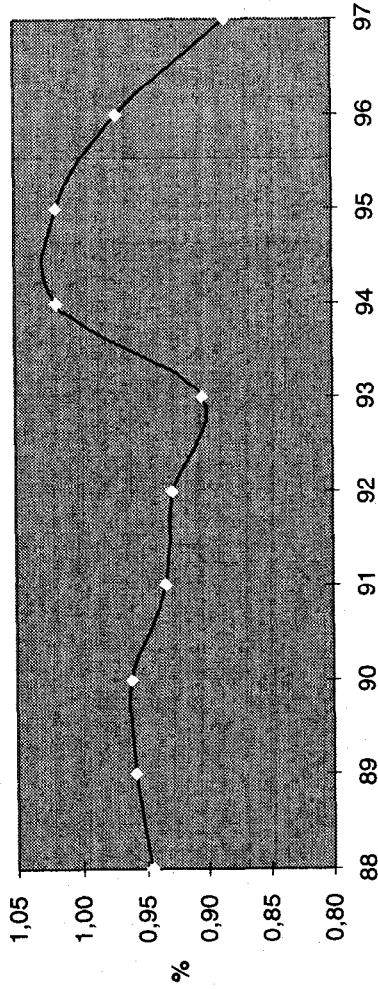
CUADRO 7  
CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO MEXICANO

	Reservas <i>(miles de millones de pesos)</i>	Crédito Interno	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio <i>(pesos por dolar)</i>	Reservas	Crédito Interno <i>(millones de dólares)</i>	Liquidez del Sistema
1988	6,493	115.328	121.821	2,2731	2.856	50.736	53.592
1989	7.388	167.930	175.318	2,4615	3.001	68.223	71.224
1990	9.868	244.341	254.209	2,8126	3,508	86.874	90,382
1991	23.958	333.747	357.705	3,0184	7.937	110.571	118.508
1992	31.250	406,436	437.686	3,0949	10.097	131.324	141,422
1993	48.848	457.940	506.788	3,1156	15.679	146.983	162.661
1994	(10.953)	602.391	591.438	3,3751	(3,245)	178.481	175.236
1995	(13.134)	739.848	726.714	6,4194	(2.046)	115.252	113.206
1996	21.914	758.932	780.846	7,5994	2,884	99,867	102.751
1997*	91.133	702.287	793.420	7,8857	11.557	89.058	100.615

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 6  
MÉXICO: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



**CUADRO 8**  
**CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO ARGENTINO**

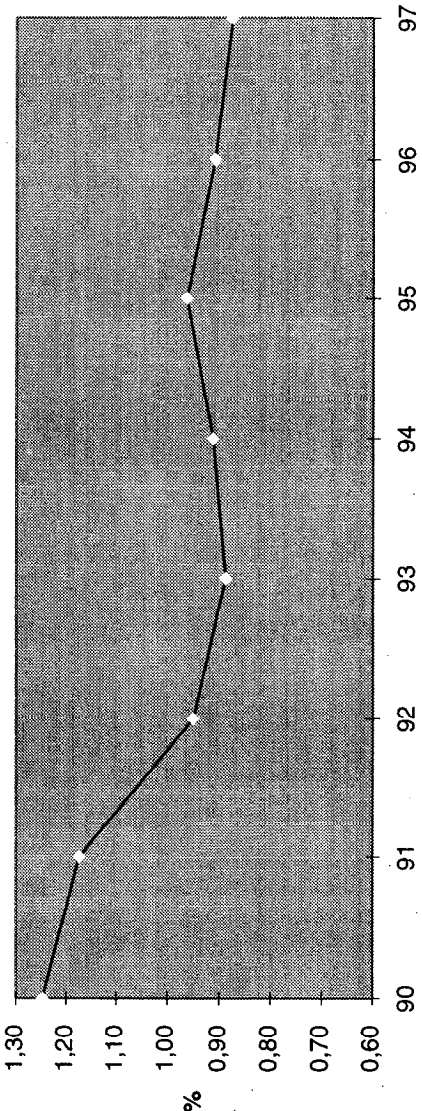
	Reservas	Crédito Interno	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio	Reservas	Crédito Interno	Liquidez del Sistema
	<i>(miles de millones de pesos)</i>			<i>(pesos por dolar)</i>	<i>(millones de dólares)</i>		
1988	-	-	-	0,133700	-	-	-
1989	-	-	-	0,179500	-	-	-
1990	(4.413,00)	22.272,00	17.859,00	0,558500	(7.901,52)	39.878,25	31.976,72
1991	(6.145,00)	40.987,00	34.842,00	0,998500	(6.154,23)	41.048,57	34.894,34
1992	2.537,00	50.479,00	53.016,00	0,990500	2.561,33	50.963,15	53.524,48
1993	7.877,00	60.811,00	68.688,00	0,998500	7.888,83	60.902,35	68.791,19
1994	6.402,00	67.373,00	73.775,00	0,999500	6.405,20	67.406,70	73.811,91
1995	2.574,00	70.927,00	73.501,00	1,000000	2.574,00	70.927,00	73.501,00
1996	7.698,00	75.239,00	82.937,00	0,999500	7.701,85	75.276,64	82.978,49
1997*	12.409,00	84.520,00	96.929,00	0,999500	12.415,21	84.562,28	96.977,49

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional



GRÁFICO 7  
ARGENTINA: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



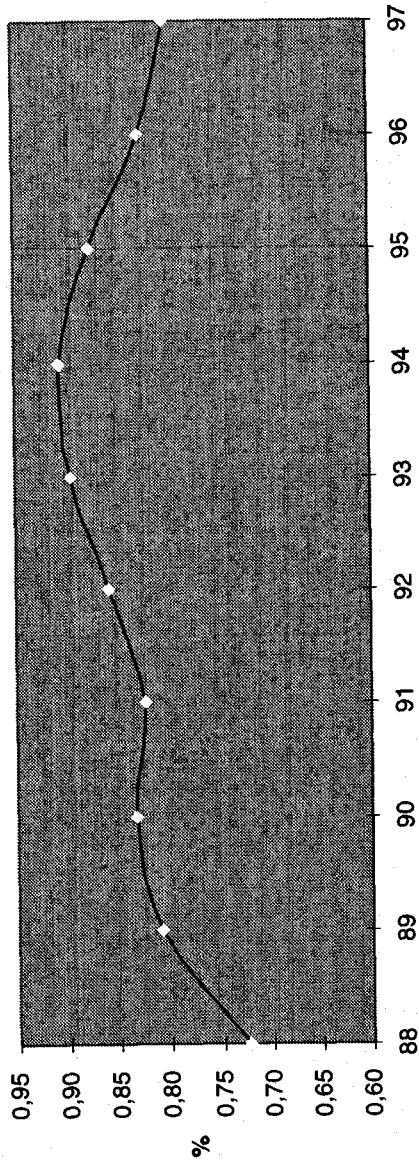
CUADRO 9  
CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO BOLIVIANO

	Reservas	Crédito Interno <i>(miles de millones de pesos)</i>	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio <i>(pesos por dolar)</i>	Reservas	Crédito Interno <i>(millones de dólares)</i>	Liquidez del Sistema
1988	739	1.937	2.676	2,3505	314,40	824,08	1.138,48
1989	756	3.202	3.958	2,6917	280,86	1.189,58	1.470,45
1990	957	4.749	5.706	3,1727	301,64	1.496,83	1.798,47
1991	1.335	6.242	7.577	3,5806	372,84	1.743,28	2.116,13
1992	1.480	9.056	10.536	3,9005	379,44	2.321,75	2.701,19
1993	1.607	13.821	15.428	4,2651	376,78	3.240,49	3.617,27
1994	1.730	16.917	18.647	4,6205	374,42	3.661,29	4.035,71
1995	2.341	16.541	18.882	4,8003	486,68	3.445,83	3.933,50
1996	3.970	18.853	22.823	5,0746	782,33	3.715,17	4.497,50
1997*	5.044	20.182	25.226	5,2366	963,22	3.854,03	4.817,25

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 8  
BOLIVIA: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



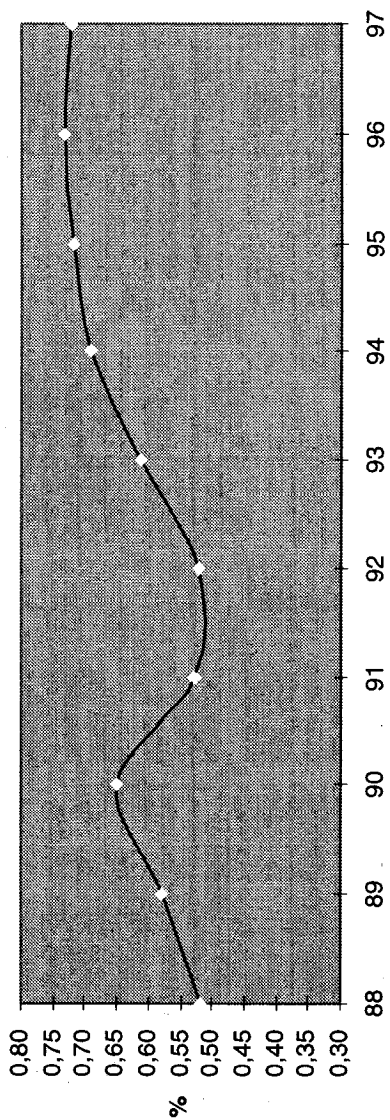
CUADRO 10  
 CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO COLOMBIANO

	Reservas	Crédito Interno (miles de millones de pesos)	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio (pesos por dolar)	Reservas	Crédito Interno (millones de dólares)	Liquidez del Sistema
1988	970,1	2.695,4	3.665,5	299,17	3.965	4.264	8.229
1989	-	-	-	382,57	-	-	-
1990	2.210,7	4.137,7	6.348,4	502,26	4.402	8.238	12.640
1991	3.947,8	4.424,0	8.371,8	633,05	6.236	6.988	13.225
1992	5.374,1	5.877,8	11.251,9	759,28	7.078	7.741	14.819
1993	5.592,4	8.819,7	14.412,1	863,06	6.480	10.219	16.699
1994	5.664,6	12.669,1	18.333,7	844,84	6.705	14.996	21.701
1995	6.772,9	17.256,2	23.979,1	912,83	7.365	18.904	26.269
1996	7.981,7	21.834,9	29.916,6	1.036,69	7.699	21.062	28.761
1997*	9.069,4	23.480,4	32.549,8	1.102,40	8.227	21.299	29.526

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 9  
COLOMBIA: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



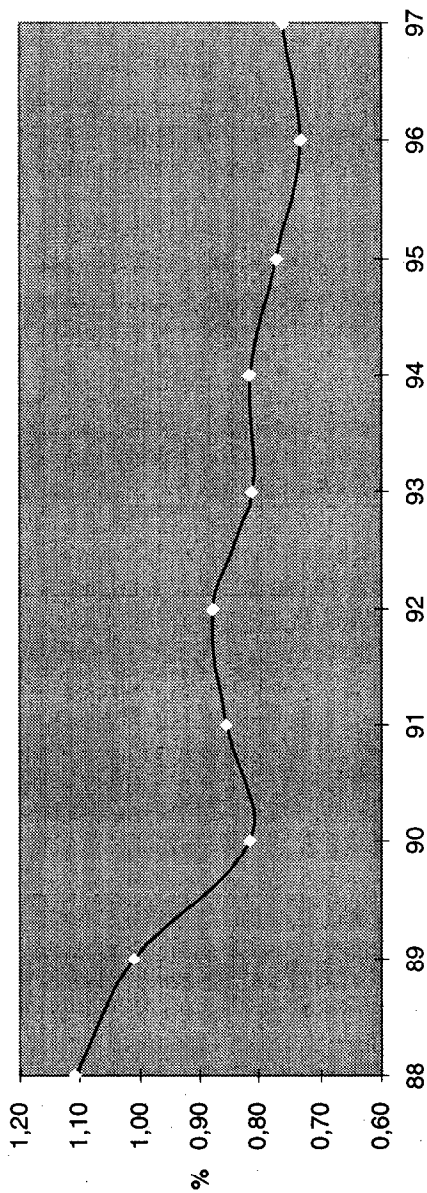
CUADRO 11  
CUENTAS DEL SISTEMA MONETARIO ECUATORIANO

	Reservas <i>(miles de millones de pesos)</i>	Crédito Interno	Liquidez del Sistema	Tipo de Cambio <i>(pesos por dolar)</i>	Reservas	Crédito Interno <i>(millones de dólares)</i>	Liquidez del Sistema
1988	(98,7)	995,8	897,1	301,60	(327)	3.302	2.974
1989	(9,9)	1.099,7	1.089,8	526,30	(19)	2.089	2.071
1990	276,9	1.228,2	1.505,1	767,80	361	1.600	1.960
1991	374,5	2.217,0	2.591,5	1.046,20	358	2.119	2.477
1992	455,1	3.262,6	3.717,7	1.534,00	296	2.127	2.424
1993	2.67,7	11.667,5	14.340,2	1.919,10	1.393	6.080	7.472
1994	3.638,1	15.929,2	19.567,3	2.196,70	1.656	7.251	8.908
1995	3.705,5	12.418,6	16.124,1	2.564,50	1.445	4.843	6.287
1996	6.096,0	16.573,3	22.669,3	3.189,50	1.911	5.196	7.107
1997*	6.495,7	20.861,8	27.357,5	4.087,60	1.589	5.104	6.693

\* Corresponde hasta el mes de agosto

Fuente: Estadísticas del Fondo Monetario Internacional

GRÁFICO 9  
COLOMBIA: RELACIÓN CRÉDITO INTERNO-LIQUIDEZ



#### 4. LA REFORMA DE LA SUPERVISIÓN BANCARIA

En América Latina, al igual que en otros países emergentes, se ha seguido una orientación hacia una economía de mercado en la propiedad pública, gasto público, comercio internacional, seguridad social, así como en el sistema financiero; para esto último ha sido necesaria una reforma de la supervisión bancaria. La reforma de la supervisión bancaria está planteada, entonces, como una de las medidas medulares del proceso de cambio del sistema económico. Si se toma en cuenta la historia de alta volatilidad de las economías latinoamericanas en las últimas décadas, es posible llegar a considerar que el entorno económico no es lo suficientemente estable como para depender exclusivamente de las fuerzas de mercado, por lo menos no en las etapas iniciales del cambio estructural. Es posible, entonces, asumir que la reforma de la supervisión bancaria podría ser el factor atenuante de la volatilidad que genera el comportamiento de los agentes económicos internos, en el contexto de libre flujo de fondos en una economía de mercado. Más aun, si encontramos que los agentes económicos externos no son los que han jugado un papel fundamental en generar las crisis recientes en América Latina. Muy por el contrario, aun en contra del punto de vista popular que considera a los inversionistas extranjeros como los responsables de las crisis financieras, un examen detallado revela una realidad diferente: muchas de las crisis financieras han sido anticipadas y algunas veces iniciadas por la acción de los residentes al cambiar sus activos en divisas y sacarlas del país.

##### 4.1 *Crisis bancarias, inversiones extranjeras y supervisión*

Un caso extremo del rol que los residentes jugaron en originar y desarrollar la crisis de la deuda latinoamericana de los años ochenta, es el caso de Argentina. Se ha estimado que todo el incremento de la deuda externa de ese país entre 1974 y 1982 fue usado, directamente o indirectamente, en financiar las salidas de capital privado. Algo similar sucedió en Venezuela y en menor medida en México. Sin embargo, éste no fue el caso de Brasil que entró en crisis sin estar plagado de los elementos característicos de una fuga de capitales. Más recientemente, el rol que han jugado los mexicanos en la crisis del peso en 1994-1995 ha sido destacado por el Fondo Monetario Internacional como un ejemplo de crisis que proviene de dentro. "La presión por el tipo de cambio mexicano no vino de la fuga de capitales de los



inversionistas extranjeros o de posiciones especulativas hechas por éstos, sino por los residentes mexicanos” (IMF 1995, Capital Market Report). Un nuevo reporte del Fondo<sup>20</sup>, sobre el rol de los fondos mutuos y de pensiones en la crisis asiática, sugiere que los bancos y compañías locales estuvieron en la vanguardia de aquéllos que vendieron la moneda local tailandesa, anticipándose a su devaluación en 1997.

Los argumentos anteriormente presentados ponen de relieve la reciente discusión sobre la posible respuesta a la actual crisis en los *controles de capital*. Como se ha visto, no se ejerce el control monetario al poner trabas a la salida de los capitales de los inversionistas internacionales (hedge funds) ya que son los propios agentes locales los que generan la falta de confianza en la moneda local. En el otro sentido, también se ha sobrevenido la receta de poner controles a la entrada de capitales. Y sin embargo, ésta parece ser la respuesta que ahora lidera el FMI, aun cuando va en contra de su posición tradicional de ser bastión del libre mercado. La poca efectividad de esta receta se pone de manifiesto considerando el caso de Chile, pues no ha podido disminuir su inestabilidad macroeconómica. Si las instituciones multilaterales consideraran a los controles de capital como la solución, pondrían en peligro el no centrarse en lo que es verdaderamente importante: “alcanzar la transparencia, fortificar la regulación bancaria, abolir la corrupción, reforzar las reformas económicas, y en muchos casos, perseguir una mayor reestructuración corporativa”<sup>21</sup>.

#### **4.2 Reforma de la supervisión bancaria en el contexto peruano**

Conforme se ha señalado, el Perú, desde inicios de la década de los noventa, ha iniciado una serie de reformas estructurales con miras a modernizar su economía. En lo que va de este periodo, se han realizado reformas en distintos sectores importantes de la economía, reformas tales como: la reforma del sistema tributario, la privatización de las empresas públicas, como forma de reducir el aparato estatal, y la reforma laboral. Todas estas medidas sumadas a la reinserción de la economía peruana dentro del contexto inter-

---

20. Eichengreen (1998).

21. Edwards (1998).

nacional, tras casi siete años de moratoria en el pago de su deuda externa, se han orientado a lograr que el Perú se convierta en un país atractivo para el capital extranjero.

Durante muchos años el sistema bancario peruano desempeñó un rol excesivamente tradicional, de manera tal que la operatividad de este sistema se reducía a captar recursos del público en forma de depósitos para su posterior colocación en forma de créditos. Las operaciones de alcance internacional se encontraban limitadas para los bancos nacionales, en tanto que el resto del sistema financiero (financieras, cajas municipales, etc.) tenía una participación más reducida. A la difícil coyuntura de la banca peruana en los años ochenta, debe agregarse el fenómeno de la banca informal, el cual se explica por la hiperinflación que sufrió el país en la segunda parte de la década pasada, el creciente desempleo y la recesión. El fenómeno de la banca informal restringió aun más el rol de la banca como agente de intermediación financiera.

A fin de lograr la modernización del sistema financiero nacional, conforme a los estándares internacionales, se han dictado hasta tres leyes generales, cuyos objetivos centrales pueden ser resumidos en:

- Modernización del sistema financiero. A fin de permitir que las empresas supervisadas puedan ser competitivas con las empresas extranjeras. Con tal finalidad, el concepto de banca tradicional se vio modificado con uno más dinámico y complejo: la banca múltiple.
- Fortalecimiento del ente supervisor. A fin de que la Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) se encuentre en condiciones de poder supervisar un sistema dinámico y moderno se le otorgó tanto un rol preventivo (visitas de inspección, verificación de la observancia de los límites operativos) como reparador (enfrentar las situaciones de crisis que se pudieran presentar).
- Adecuación de la legislación nacional a las recomendaciones internacionales sobre supervisión bancaria, que se encuentran contenidas en el Concordato de Basilea<sup>22</sup>.

---

22. El Concordato de Basilea es el resultado de una reunión realizado por los supervisores bancarios de los principales países del mundo. Sirve de modelo para el desarrollo de las legislaciones internas.

- Implementación de un sistema financiero altamente competitivo. En este sistema se establece, por ejemplo, la libertad de fijar las tasa de interés para las operaciones que realicen las empresas supervisadas con el público. En el sistema financiero es el propio mercado el que va a establecer la tasa de compra-venta.

Las normas dictadas en los últimos años que recogen lo indicado en los párrafos anteriores son:

- Ley General de Instituciones, Bancarias, Financieras y de Seguros. Decreto Legislativo N° 637. Dictada en abril de 1991
- Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros. Decreto Legislativo N° 770. Dictada en octubre de 1993.
- Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros y Orgánica de las Superintendencia de Banca y Seguros. Ley N° 26702. Dictada en diciembre de 1996.

#### **4.3 Alcance del Acuerdo de Basilea**

Parte de las recomendaciones adoptadas han sido ya formuladas por los supervisores de los países industrializados. Estos entes internacionales formulan muchas recomendaciones, las cuales no son de obligatorio cumplimiento para las partes, ya que éstas deben adecuarse a sus realidades particulares. El objetivo principal para Basilea es que las instituciones mantengan el capital adecuado, y éste se determina de tal forma que la institución financiera tenga el respaldo patrimonial que asegure que las pérdidas que pudiesen resultar de la actividad bancaria sean absorbidas por los accionistas y no por el público ahorrador.

Para tener un capital adecuado, la relación Activos Ponderados por Riesgo vs. Capital debe por lo menos sobrepasar cierto nivel (8%). Al hacer estas consideraciones se piensa que el banco cubre sus riesgos dentro y fuera del balance<sup>23</sup>. Sin embargo, este nivel es adecuado siempre que el banco no esté expuesto a otros tipos de riesgo, tales como:

---

23. Como riesgos fuera de balance se considera a los créditos contingentes, las cartas fianzas, los derivados, etc.

- Riesgo de tasa de interés
- Riesgo operacional
- Riesgo de liquidez
- Riesgo de concentración de activos
- Riesgo de tipo de cambio

Estos riesgos, que no se perciben en la lectura de los balances, deben incorporarse al Ratio de Basilea para mejorar el nivel de apalancamiento. Asimismo, existen otras debilidades en términos conceptuales y de aplicabilidad práctica que tienen que ser superadas<sup>24</sup>:

- La ponderación de riesgos. No aparece claro en el ratio cómo las diferentes clases de créditos son resumidas y la forma como éstas se hacen comparables. Por ejemplo, un crédito hipotecario es tratado en igual forma que uno comercial o de consumo; sólo se tiene en cuenta su capacidad de cumplimiento en el pago.
- La diversificación de carteras. Tal como se encuentra definido el cálculo de capital adecuado, éste ignora las correlaciones o covarianzas entre los activos o grupos de activos que permiten determinar si la disminución del riesgo, mediante una diversificación eficiente, pues sólo considera la calidad del cliente.
- Todos los créditos tienen igual ponderación<sup>25</sup>. Dentro de cada clase de crédito no se toma en cuenta las diferencias en la calidad del riesgo crediticio entre los clientes, y por lo tanto, incrementa el riesgo del banco. Por ejemplo, los créditos dirigidos al sector comercial tienen igual peso si están dirigido a una empresa clase A (e.g.: Saga Falabella) o, a una pyme (e.g.: de las que se encuentran en Gamarra).

En el contexto peruano no se han tenido en cuenta estos “otros riesgos” ya mencionados, en parte debido a que las recomendaciones formuladas por los distintos entes supervisores de los principales países industrializados que

---

24. Saunders (1992).

25. Un posible argumento a favor de tener el mismo riesgo para todos los créditos de una categoría es que si el banco mantiene un portafolio de créditos muy diversificado, el riesgo no sistemático de cada préstamo individual puede ser eliminado dejando sólo el riesgo sistemático.

conforman el Concordado de Basilea emiten sus recomendaciones de acuerdo al contexto propio de cada país que lo conforma. Por otro lado, desde Basilea, se siguen emitiendo recomendaciones pues se está viviendo un proceso de cambio continuo, por lo que se espera que los riesgos mencionados se incorporen en un futuro próximo.

#### 4.4 Reflexiones finales

Las limitaciones de las normas internacionales de Basilea y la actual crisis llevan a plantear la necesidad de reexaminar la forma como está organizado el sistema financiero internacional. Plantearse dudas sobre el funcionamiento del sistema internacional, un año antes de la crisis, era como expresar dudas sobre algo que es bueno y sagrado: la santidad del mercado y su infalible habilidad para ajustarse, la libertad de comercio y de movilidad del capital. Se aducía que las dificultades subyacían no en el sistema mismo, sino en la forma como las políticas de mercado se aplicaban en las economías pequeñas. Sin embargo, el problema no es de ahora, ni de las economías pequeñas, el problema es sistémico y se cuestiona al capitalismo en sí mismo. El primer recurso utilizado en el pasado fue establecer mecanismos para lidiar con las crisis financieras, y para ello se constituyó el Fondo Monetario Internacional, el Tesoro y se han agrupado los G-7 y los G-20. Es prometedor ver que, por primera vez en muchas décadas, los líderes políticos de Europa y EE.UU. han comenzado a reconocer la necesidad de una reforma básica de la arquitectura financiera. La reforma requerida necesita ir más allá de contemplar al FMI como prestamista de último recurso, pues su rol va más allá. Llevando a mayores profundidades los planteamientos de reforma, es necesario preguntarse por la reforma del sistema que rige los tipos de cambio de las monedas. Y como decía Keynes, para velar por la estabilidad del sistema, se debe regular las Balanzas de Pagos no sólo de los países deficitarios sino de los superavitarios también<sup>26</sup>.

Estas consideraciones sobre el entorno económico internacional permiten adicionar que la supervisión bancaria, al defender fuertemente el ratio del capital adecuado, no sólo permitirá resolver las crisis del sistema financiero

---

26. Dell (1981).

mundial, sino también reducirá el riesgo (volatilidad) de aquellos países que tengan una supervisión exigente. De esta manera se concluye sobre la necesidad de su perfeccionamiento, a la luz de las experiencias negativas de otros países al querer controlar las crisis con barreras a la entrada y salida de capitales.

## 5. CONCLUSIONES

La revisión de los hechos revela que ha habido un crecimiento de la intermediación que ha tendido a aliviar la restricción externa que contribuía a los bajos niveles de inversión en Perú y América Latina y favorecido el crecimiento económico.

Las relaciones entre el crecimiento económico y la afluencia de capitales a América Latina en los años noventa están documentados en el informe presentado por Gavin, Hausmann y Leidermann (1996), donde revelan que existe una fuerte correlación entre el crecimiento y las entradas de capital, pero que esta relación no necesariamente es causal, ya que los inversionistas internacionales (hedge funds) tienden a buscar regiones en las que puede esperarse un rápido crecimiento económico.

El estudio de los flujos financieros a través de los años en América Latina revela que estos flujos dependen tanto de las políticas como del entorno económico no relacionado con las políticas. El fin de la segunda Guerra Mundial, los acuerdos de Bretton Woods, la Revolución Cubana, la formación de la Alianza para el Progreso, el precio del petróleo, la formación de la OPEP, son todos acontecimientos políticos que, en igual o mayor forma, han contribuido notablemente a la formación de capitales y su direccionamiento. Entre los factores no políticos se encuentran el nivel de la tasa de interés en el mercado internacional, notándose que existe una fuerte correlación entre los flujos netos hacia la región y la tasa de interés mundial, por lo que los acontecimientos ocurridos al interior de América Latina tenían escasa influencia. Asimismo, dentro de este contexto se debe tomar en cuenta los superávits en cuenta corriente de las principales economías industrializadas y la disponibilidad de capitales internacionales para evaluar sus decisiones retorno/riesgo de sus inversiones en el área internacional.

Sin embargo, el objeto de este documento ha sido destacar las implicancias que ha tenido el libre flujo de capitales en la intermediación bancaria en países latinoamericanos, especialmente el Perú. Para ello, se ha estudiado esta relación en el contexto peruano y en los países de su entorno. En primer lugar, se encuentra que existe una correlación directa entre el incremento del flujo internacional de capitales y el nivel de liquidez de cada país. Y de acuerdo al Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos, este incremento de Liquidez puede incrementar tanto el nivel de Reservas Internacionales como el Crédito Interno, o ambos. En consecuencia, en esta cadena de relaciones causales, la relación entre Flujo de Capitales e Intermediación Bancaria es directa. Esta relación presenta, adicionalmente, una necesidad de comprensión de los efectos de los instrumentos de la política monetaria en las variables externas y el manejo monetario, crediticio y cambiario.

Por tanto, este análisis permite observar los movimientos de los instrumentos de la política monetaria de cada país para determinar el monto de estos flujos de capital neto que se dirige a la intermediación. Por ejemplo, del análisis empírico realizado en este documento, se puede concluir que fue Chile el país que llevó una política más conservadora en el periodo 1988-1997. Debido a que el índice de Crédito Interno/Liquidez se acercó a 0.5 durante todo el periodo, es decir, del total de la liquidez de su sistema sólo el 50% fue canalizado a la intermediación bancaria. Mientras que Perú, a inicios del mismo periodo de estudio, detentó un nivel de 1.2 en el índice, lo cual significa que toda la liquidez de su sistema más un 20% era canalizado hacia la intermediación, con lo cual la economía en su conjunto realizaba un desahorro; sin embargo, posteriormente, el Perú ha tendido hacia el nivel conservador de 0.5 en ese índice a partir de 1991. Mientras que el resto de países ha seguido trayectorias similares, aunque con tendencia a mejorar el ratio. Por ejemplo, Argentina que al inicio del periodo mantenía un ratio de 1.25, lo ha ido disminuyendo paulatinamente hasta llegar a 0.87 en 1997. El caso de Brasil es fluctuante, pues si bien al inicio del periodo sustentaba un ratio de 0.94, en 1993 alcanzó el 1.03, para luego disminuir a 0.81 en 1997. México si bien comenzó con un bajo ratio de 0.76. en 1994 y 1995 alcanzó 1.02, este ratio se justifica por la crisis suscitada en ese país que llevó al retiro de los capitales externos. Colombia comienza el periodo con un nivel razonable de 0.52, subiendo paulatinamente hasta alcanzar el 0.72. Ecuador, si bien comienza con un nivel alto de 1.11, disminuye sólo hasta el nivel de 0.76 en 1997. Bolivia mantiene niveles casi estables entre 0.72 y 0.80 Estos países

han seguido políticas que han tendido más a la volatilidad. La preocupación es mayor en los casos de Brasil, México y Argentina por el tamaño de su economía y las repercusiones que ello ocasionaría al resto de la región.

Junto a los instrumentos monetarios para controlar el crecimiento de la liquidez existe otro nivel de tratamiento. Este nivel está referido a las técnicas de supervisión bancaria, cuya reforma ha sido concebida como medida medular de todo proceso de reforma económica orientado hacia la economía de mercado, proceso que ha sido característico de los países emergentes durante los años noventa.

Sin embargo, todavía existe el desafío fundamental que enfrentan los responsables de la formulación de políticas de mejorar el diseño de herramientas de supervisión para controlar el riesgo financiero. Fundamentalmente, el avance está basado en los acuerdos llegados en el Concordato de Basilea, en donde se propone una norma para la relación entre el capital de un banco y los activos ponderados en función del riesgo. Sin embargo, resulta difícil determinar si las normas de capital están logrando restringir el incremento de los activos con riesgos, debido a que el ratio de Basilea, tiene sus limitaciones. Dicho ratio no alcanza a incorporar otros riesgos. En el contexto peruano se encuentran limitaciones similares, pues se han seguido las recomendaciones de Basilea, aun cuando los avances han sido considerables respecto a la década pasada.

Las limitaciones del ratio de Basilea y la actual crisis llevan a plantear la necesidad de reexaminar la forma como está organizado el sistema financiero internacional. Estas consideraciones sobre el entorno económico internacional permite concluir que la supervisión bancaria, al defender fuertemente el ratio del capital adecuado, no sólo permitirá resolver las crisis del sistema financiero, sino también *reducirá el riesgo (volatilidad) de aquellos países que tengan una supervisión exigente.*

## REFERENCIAS

BLEJER, Mario  
1983

“Recent Economic Policies of the Southern Cone Countries and the Monetary Approach to the Balance of Payments”,



en *Economic Liberalization and Stabilization Policies in Argentina, Chile, and Uruguay: Applications of the Monetary Approach to the Balance of Payments*, pp. 3-20. Editado por Nicolas Ardetto Barletta, Mario Blejer y Luis Landau. Washington, D.C.: The World Bank.

CEPAL,  
1996

*Estudio Económico de América Latina y el Caribe, 1995-1996*. Santiago de Chile, Naciones Unidas.

CIGUEÑAS, Benedicto

“El Sistema Financiero y las Nuevas Disposiciones Legales”. En *Moneda*, pp. 56-60, N° 103.

CORBO, Vittorio y HERNANDEZ, Leonardo

“Macroeconomic Adjustment to Capital Inflows: Lessons from Recent Latin American and East Asian Experience”. *The World Bank Economic Review*, vol 11, N° 1, february 1996.

CHACHOLIADES, Miltiades

1992

*Economía Internacional*, Santa Fe de Bogotá: McGraw-Hill Interamerican.

CHENERY, HOLLIS y STROUT Alan

“Foreign Assistance and Economic Development”. En *American Economic Review*, N° 56, setiembre 1966.

DELL, Sidney

1981

“On Being Grandmotherly: the Evolution of IMF Conditionality”. En *Essays in International Finance*. Princeton University, N° 144.

DEVLIN, Robert, FFRENCH-DAVIS, Ricardo y GRIFFITH-JONES, Stephany

1995

“Flujos de Capital y el Desarrollo en los Noventa: Implicaciones para las Políticas Económicas”. En *Pensamiento Iberoamericano, Revista de Economía Política: El Sistema Financiero, Globalización e Inestabilidad*, pp. 41-76, volumen 27, Enero-Junio.

EDWARDS, Sebastián

1997 Comentarios a "Las raíces de las crisis bancarias: el contacto maroeconómico" de Michael Gavin y Ricardo Hausmann. En *Las crisis bancarias en América Latina*. Editado por Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez. Santiago de Chile: Fondo de Cultura económica.

EDWARDS, Sebastian

1998 "Barking Up the Wrong Tree". En *Financial Times*, 8 de Octubre.

EICHENGREEN, Barry, MATHIENSON, Donald y otros

1998 "Hedge Funds and Financial Market Dynamics". *IMF Occasional Papers*, N° 166, Mayo.

ESTEFANÍA, Joaquín

1998 "Miedo al Pánico". En *El País*, 26 de Octubre.

GAVIN, Michael, HAUSMANN, Ricardo y LEIDERMAN, Ricardo

1996 "Los Aspectos Macroeconómicos del Flujo de Capitales en América Latina: Experiencia y Cuestiones Políticas". En *La Volatilidad de los Flujos de Capitales*. Editado por Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez. Washington, D.C.: Bank for International Development.

GRIFFITH-JONES, Stephany

1995 "Globalización de los Mercados Financieros y el Impacto de los Flujos hacia la Regulación". En *Pensamiento Iberoamericano, Revista de Economía Política: El Sistema Financiero, Globalización e Inestabilidad*, pp. 41-76, volumen 27, Enero-Junio.

GRIFFITH-JONES, Stephany

1984 *Finanzas Internacionales y Latinoamérica: Pasado y Futuro*. Montevideo: Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo-ALIDE.

IMPACTO DEL LIBRE FLUJO DE CAPITALES EN LA INTERMEDIACIÓN BANCARIA...

INDACOCHEA, Alejandro

1998 "No hay Mercado para Tantos". En *Revista "Si"*, pp. 4-5.  
Lima, 30 de Marzo.

INTERNATIONAL MONETARY FUND

1957 *The Monetary Approach to the Balance of Payments*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

KLINGERBERGER, Juan

1997 "Adecuación de Capital". En *Los Bancos*, Junio.

LEVINE, Ross

1977 "Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda". *Journal of Economic Literature*, vol XXXV, N° 2, June.

MARTHANS, Juan José

1998 "Si hay un Banco en Dificultades". En *Revista "Si"*, pp. 20-27. Lima, 30 Marzo.

MORRIS GUERINONI, Felipe

"Un Análisis Crítico de la Ley General del Sistema Financiero y del Sistema de Seguros". En *Moneda*, pp. 52-55, N° 103.

OLCESE, Jorge

1998 "Hay dos Bancos que pueden quebrar". En *Revista "Si"*, pp. 24-25. Lima, 13 de Abril.

POLACK, J. J.

1957 "Monetary Analysis of Income Formation". *International Monetary Fund Staff Papers*, Nov.

PREBISCH, R.

1959 "Commercial Policy in the Underdeveloped Countries". En *American Economic Review*, vol. 49, N° 2.

PROUT, Christopher

1976

“Finance for Developing Countries: An Essay”. En *International Economic Relations of de Western World* . Editado por A. Schonfield. Oxford University Press.

ROJAS-SUAREZ, Liliana y WEISBROD, Steven

1996

“El Logro de la Estabilidad en los Mercados Financieros Latinoamericanos frente a la Volatilidad de los Flujos de Capital”. En *La Volatilidad de los Flujos de Capital*. Editado por Ricardo Hausmann y Liliana Rojas-Suárez. Washington, D.C.: Bank for International Development.

ROZENWURCEL, G.

1997

“El Sistema Bancario Argentino en los Noventa: De la Profundización Financiera a La Crisis Sistémica”. En *Desarrollo Económico, Revista de Ciencias Sociales*, vol 37, N° 146, Julio-Setiembre.

SAUNDERS, Anthony

1992

*Financial Institutions: A Modern Perspectives*, Sydney: Irwing Editor.

SEIBER, M.J.

1977

*Developing Countries in the Euro-currency Market: A debt Overhang Escalator*. Departamento de Comercio Exterior de los EE.UU., Washington D.C.

SINKEY F., Joseph

1992

*Commercial Bank, Financial, Management in the Financial Service Industry*. New York: Macmillan.