

# HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020

## LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS



**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO

**60** AÑOS

# **HITOS DE LA REFORMA MACROECONÓMICA EN EL PERÚ 1990-2020**

## **LA RECOMPENSA DE LOS TAMÍAS**

**MARCO ORTIZ  
DIEGO WINKELRIED**  
Editores



**UNIVERSIDAD  
DEL PACÍFICO**

**60** AÑOS

# Sector financiero y políticas macroprudenciales

JOSÉ BERRÓSPIDE\*

*El sistema financiero peruano ha crecido considerablemente, de manera especial desde finales de la década de 1990. Su dinámica se relaciona, por supuesto, con el crecimiento de la economía y la entrada de capitales externos. Sin embargo, también refleja los aciertos en el manejo de la política monetaria y las políticas macroprudenciales, cuyas medidas redundaron en la mayor solidez de las empresas financieras. Ello permitió enfrentar con buenos fundamentos la crisis financiera internacional en 2007 a 2009, y la crisis sanitaria asociada con la pandemia del COVID-19. Estas políticas macroprudenciales, orientadas a preservar la estabilidad financiera, son consistentes con políticas similares adoptadas internacionalmente.*

## 1 Introducción

En este capítulo enfatizo un aspecto tradicionalmente poco considerado en las discusiones de política económica, pero que hoy en día ya forma parte de los mandatos de muchos bancos centrales y autoridades financieras en el mundo: la estabilidad financiera.

El capítulo está estructurado en cuatro secciones. Primero me refiero a un marco teórico sobre estabilidad financiera y política monetaria, a través de una revisión rápida de la literatura acerca del vínculo entre la política monetaria y las políticas macroprudenciales. La segunda sección hace referencia a la práctica mediante un recuento del trabajo desde la perspectiva internacional sobre la consecución del objetivo de estabilidad financiera. Aquí, enfatizo el monitoreo de las potenciales vulnerabilidades y riesgos en el sector financiero y, en general, en el mercado de capitales. Como tercer punto, se contrasta la perspectiva internacional con la expe-

---

\* Es un privilegio participar de este merecido homenaje a nuestro querido colega y amigo Renzo Rossini. Fui parte del personal técnico del BCRP, así que conozco de cerca su gran trayectoria profesional y la labor que desarrolló como Gerente de Estudios Económicos y como Gerente General. Las opiniones acá vertidas son únicamente las del autor y no representan, necesariamente, las de la Junta de Gobernadores de la Reserva Federal de los Estados Unidos o la de su personal técnico.

riencia peruana en términos de política monetaria y políticas macroprudenciales. Para concluir, presento la agenda pendiente, aquello que, en mi opinión, se podría hacer para mejorar en materia de política macroprudencial.

## 2 Estabilidad financiera: marco teórico

Una de las grandes consecuencias de la crisis financiera internacional de 2007 a 2009 – por supuesto, más allá del descalabro financiero, el gran desastre económico y la gran recesión que nos trajo – fue la ruptura del paradigma económico imperante. Después de la crisis se dio una reformulación de la teoría económica y de los alcances de la política económica.

Antes de la crisis existía una clara separación entre la teoría macroeconómica y la teoría de las finanzas corporativas. Por un lado, desde la perspectiva macro, se utilizaban modelos de equilibrio general dinámicos y estocásticos incorporándose microfundamentos, agentes heterogéneos y algún tipo de fricciones financieras, como por ejemplo el patrimonio de las empresas. Aquí destacan los trabajos de Kiyotaki y Moore (1997) y Bernanke, Gertler, y Gilchrist (1999), que nos hablan del acelerador financiero y de la importancia de las restricciones crediticias de colateral. No obstante, en estos modelos, los bancos no jugaban un rol central. Por su parte, la teoría de las finanzas corporativas incorporaba aspectos dinámicos referentes a la teoría del portafolio, *option pricing* y la teoría de la información asimétrica (*agency theory*), que son cruciales para entender el rol de la toma excesiva de riesgos en donde participan intermediarios financieros como los bancos. Estas teorías, sin embargo, en la mayoría de los casos eran modelos de equilibrio parcial y no reparan en conclusiones desde el punto de vista agregado.

La crisis financiera de 2007 nos enseñó que los bancos y otras instituciones financieras pueden jugar un rol muy significativo en la generación, propagación y amplificación de choques exógenos a la economía. De hecho, la crisis fue originada en el mercado hipotecario en los Estados Unidos y los bancos contribuyeron a generar gran parte de los problemas financieros y económicos del momento. Tras la crisis ocurre esta fusión de teorías y comenzamos entonces a hablar de los modelos macroeconómicos que incorporan fricciones financieras, en particular, del rol de las hojas de balance y del patrimonio bancario. Ello es importante para entender lo que se denomina “riesgo sistémico”; es decir, ese riesgo a la baja que puede tener una probabilidad de ocurrencia muy pequeña pero que, al materializarse, puede generar una catástrofe en los sistemas financieros.

Una de las conclusiones más relevantes del nuevo paradigma de los modelos “macrofinancieros” es la separación de objetivos. Tenemos, por un lado, la acción de la política monetaria que enfatiza la estabilización de precios y, por otro lado,

la política macroprudencial cuyo rol fundamental es la prevención de una toma excesiva de riesgo por parte de las empresas y por parte de los bancos que pueden conllevar una crisis financiera. Si bien es cierto estas dos políticas tienen roles específicos, en la práctica cuando hablamos del objetivo de estabilidad financiera, ambas deben actuar de manera complementaria.

Para sentar un par de ideas sobre las principales conclusiones de este nuevo paradigma macrofinanciero y de la interacción entre políticas monetaria y macroprudencial, cabe destacar que se ha desarrollado una vasta literatura después de la crisis financiera. Me centraré brevemente en dos grupos de trabajos muy representativos de esta corriente, que desarrollan modelos de equilibrio general que incorporan como variable clave el patrimonio bancario.

En primer lugar, Martínez-Miera y Repullo (2017, 2019) enfatizan cómo los bancos pueden ayudar a prevenir la toma excesiva de riesgo. Los bancos son importantes porque además de su función tradicional de intermediación financiera o canalización de los recursos del ahorro hacia la inversión, cumplen un rol fundamental para aliviar los problemas de información asimétrica en los contratos de deuda, pues monitorean el riesgo de sus clientes. Un banco otorga un préstamo a una empresa tras el estudio y el seguimiento de los estados financieros de la empresa, por lo que puede determinar si efectivamente está en condiciones de pagar el préstamo y verificar si la empresa tendría incentivos para invertir en proyectos altamente riesgosos con el fin de obtener más rentabilidad. Así, a través del monitoreo, el banco asegura que las empresas tomen un riesgo moderado.

Esa acción es relevante porque implica que, en el agregado, la inversión privada no sea tan riesgosa. No obstante, cuando ocurre un choque exógeno que afecta el capital de los bancos, estos disminuyen su capacidad de monitoreo, lo que conlleva una mayor toma de riesgo que puede devenir en una burbuja financiera. Eso, a su vez, incrementa la posibilidad de *default* ante lo cual los bancos responden disminuyendo el crédito. Al contraerse el crédito, se reduce consecuentemente la inversión, el consumo y el producto. Al caer la demanda, vuelve a bajar el crédito y se crea una espiral que degenera en crisis.

¿Cómo pueden prevenirse estos episodios? Brunnermeier y Sannikov (2014, 2016) nos muestran que la política monetaria puede usarse para estabilizar. Bajar la tasa de interés ayuda a reactivar la demanda pero también es una manera de recapitalizar a los bancos, ya que si estos mantienen en sus hojas de balance bonos del tesoro que se revalorizan con la reducción de las tasas de interés, aumentaría nuevamente el capital de los bancos, mejorando su situación financiera. En este sentido, la política monetaria actuaría como un seguro contra los choques adversos, favoreciendo la recapitalización bancaria. Sin embargo, como todo esquema de seguros, puede estar sujeta a problemas de riesgo moral, pues al disminuir ta-

sas de interés por períodos prolongados, los bancos encontrarían incentivos para incrementar su rentabilidad invirtiendo en proyectos más riesgosos. Esta toma excesiva de riesgo podría prevenirse con regulación prudencial; es decir, con requerimientos de encaje o requerimientos de liquidez de manera que se prevenga la toma excesiva de riesgos. Aquí es donde emerge la complementariedad entre política monetaria, orientada a la estabilización, y política macroprudencial, orientada a prevenir la toma excesiva de riesgos. Es importante mencionar que cuando los sistemas financieros son sanos y operan de manera estable, se potencia el mecanismo de transmisión de la política monetaria, y las señales de cambios en las tasas de interés hacia los inversionistas son más transparentes. Este es otro aspecto de complementariedad por destacar.

Otro cambio significativo después de la crisis es que el interés en la literatura de regulación se movió desde los aspectos micro hacia los aspectos macro. Hoy en día hablamos de políticas “macroprudenciales” que no solo enfatizan la solvencia de un banco en particular, sino también la solvencia agregada; es decir, de todo el sistema financiero y de toda la economía. Nos interesa el banco más grande de una economía no solamente por el impacto negativo que podría tener su posible caída en sus depositantes y prestatarios, sino también porque podría arrastrar consigo a otras instituciones interconectadas porque operan en mercados comunes como los de depósitos, crédito, deuda, dinero y derivados. Así, en el enfoque macroprudencial se resalta la propagación y amplificación de los choques, y se enfatizan las externalidades negativas de los bancos, el contagio financiero y los *spillovers*.

Para estudiar cómo se implementa todo este enfoque en la práctica, destaca el trabajo de Adrian, Covitz, y Liang (2015), quienes sintetizan la manera de actuar de las políticas macroprudenciales en cuanto a la identificación de vulnerabilidades financieras. Los autores trabajaban en la Reserva Federal en ese momento y, desde mi punto de vista, brindan una suerte de recetario muy útil que involucra cuatro aspectos relevantes cuando queremos identificar vulnerabilidades y riesgos. Primero está la identificación de una posible sobrevaloración de activos; monitoreando los mercados de bonos, de acciones, de crédito y de derivados, tratamos de identificar una posible toma excesiva de riesgo que nos pueda llevar a un comportamiento de burbuja. El segundo y el tercer punto enfatizan el rol del apalancamiento (*leverage*), tanto el del sector no financiero (las empresas y los hogares) como el del sector financiero (bancos y entidades financieras no bancarias), respectivamente. El cuarto punto de incidencia es la toma de riesgo de liquidez, el descalce de madurez, el descalce de moneda y lo que la literatura nos enseña en términos de externalidades negativas, de interconexiones, contagios y *spillovers*.

Para resumir, el marco conceptual y su implementación en la práctica a través de este recetario lleva a que hoy en día el enfoque macroprudencial que siguen

los bancos centrales en el mundo, incluido el Banco Central de Reserva de Perú (BCRP), sea uno de prevención de crisis. Esta es una distinción significativa porque, bajo este enfoque, las políticas macroprudenciales son implementadas *ex ante* para prevenir la toma excesiva de riesgo. Es preciso identificar si se están generando burbujas financieras mediante una sobrevaloración en ciertos mercados de activos, prevenir el excesivo apalancamiento y que los bancos sistémicos incurran en actividades que generen contagios. Si los bancos se endeudan más a corto plazo y prestan a largo plazo, o si se endeudan en una moneda y prestan en otra moneda, habrán descalces de tasas, plazos, monedas e interés. Todo esto constituye la función de las políticas macroprudenciales.

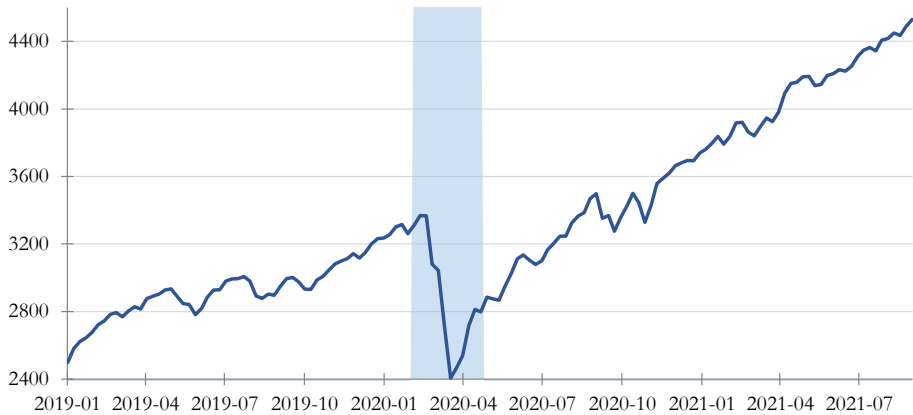
Otro elemento importante de la política macroprudencial, recomendada por la literatura e instituciones de regulación internacional como el Banco de Pagos Internacionales (BIS), es su carácter contracíclico: ajustar la regulación (por ejemplo, subir los requerimientos de capital) en la fase expansiva del ciclo y flexibilizarla en épocas contractivas. Esto se complementa, entre otras cosas, con las pruebas de estrés que también son populares en la mayoría de bancos centrales y autoridades prudenciales del mundo.

### **3 Política macroprudencial en la práctica**

En esta sección exploraremos cómo se ha llevado a la práctica la consecución del objetivo de estabilidad financiera y, sobre todo, la identificación de posibles vulnerabilidades financieras siguiendo el recetario descrito. Para hacerlo me gustaría analizar cuál ha sido la evolución de la economía global en los últimos años, con especial énfasis en la extraordinaria respuesta de política ante el impacto de la pandemia de la COVID-19. Esta respuesta de política ha comprendido programas de liquidez y programas de crédito por parte de las autoridades monetarias, así como un apoyo fiscal sostenido por parte de la autoridad fiscal. Esta combinación de medidas ha permitido mantener el flujo de crédito en muchos casos y ha facilitado una recuperación que, en opinión de muchos, ha ocurrido de una manera más rápida de lo que originalmente se había previsto. Sin embargo, existe aún mucha incertidumbre y nerviosismo en varios mercados financieros producto de la persistencia de la pandemia y de los nuevos contagios por las variantes.

Empecemos por mirar cómo llegamos al momento en que se inicia la pandemia. Por un lado, en términos de identificación de vulnerabilidades, había ya señales de una posible sobrevaloración en varios mercados de activos y un riesgo de burbuja, sobre todo en el mercado de acciones. Asimismo, se hablaba de un alto apalancamiento del sector empresarial. Esos eran los dos riesgos potenciales y se monitoreaba muy de cerca cómo evolucionaban estas vulnerabilidades antes

Figura 1  
Índice S&P 500, 2019 a 2021



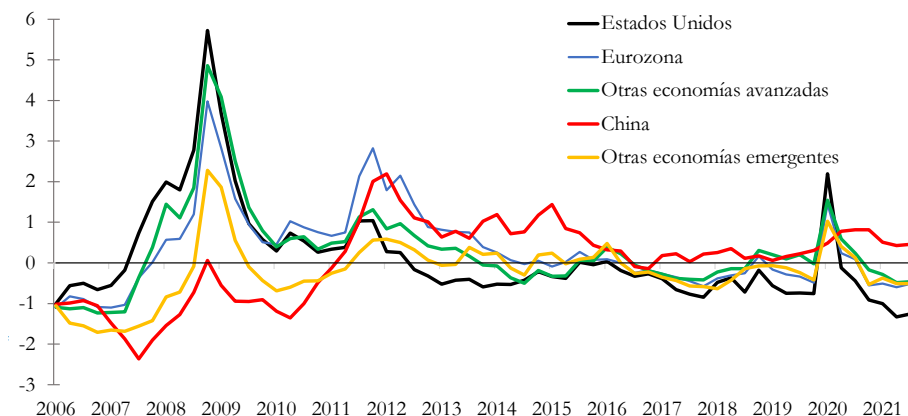
Fuente: Federal Reserve Economic Data, Federal Reserve Bank of St. Louis.

de la pandemia. Si bien la pandemia se genera antes, el impacto en los mercados es muy fuerte en marzo de 2020. Si nos referimos a la evolución del índice S&P 500, muy representativo del mercado bursátil mundial, se observa en la figura 1 una tendencia al alza hasta febrero de 2020 y, durante el inicio de la pandemia en marzo de 2020, cae fuertemente en cerca de 30 %. Tras la enérgica respuesta de política monetaria, se registra una recuperación muy rápida en el índice que retoma el nivel anterior a la pandemia en septiembre 2020, e incluso siguió creciendo sostenidamente, al punto que un año después algunos observadores ya pronosticaban una posible corrección. Esta evolución debe monitorearse muy de cerca.

El segundo elemento importante es que las condiciones financieras se han mantenido relajadas. Acá es útil referirnos al índice de condiciones financieras calculado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en su *Reporte de Estabilidad Financiera Global* de abril de 2021. Los índices, que reflejan la facilidad con que los inversionistas obtienen financiamiento en los distintos mercados, se muestran en la figura 2. Se aprecia en la evolución histórica que las condiciones financieras se endurecieron muchísimo durante la crisis financiera internacional en la mayoría de economías estudiadas: EE.UU., Europa, China, otras economías avanzadas y economías emergentes. Obviamente, con la agresiva respuesta de política durante la crisis se normaliza la situación gradualmente, el índice baja y en el caso europeo entre 2011 y 2013 vuelve a subir por el tema de la crisis de los bonos soberanos. Luego, el índice baja y, para el caso de EE.UU. y de otras economías emergen-



Figura 2  
Índices de condiciones financieras, 2006 a 2021



Notas: Desviaciones estándares respecto al promedio.

Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021; Figure 1, p. ix).

tes, se mantiene en valores reducidos, lo que indica condiciones financieras laxas, hasta que vuelve a subir en marzo de 2020, producto del inicio de la pandemia. No obstante, el índice no aumenta tanto como durante la crisis financiera. Ello es así en parte porque la crisis de la COVID-19 no es una crisis financiera, sino que es una crisis sanitaria que afecta a la economía real con obvias consecuencias en el lado financiero. Más notable aún es que en todo el mundo se actuó de manera decisiva, literalmente inundando los mercados con liquidez, crédito y con programas de apoyo fiscal. Ante la rápida respuesta, las condiciones financieras se han recuperado y se mantienen laxas.

Lo tercero en el recetario es el rol del apalancamiento, sobre todo el nivel de apalancamiento del sector corporativo, uno de los indicadores favoritos de los bancos centrales, que se mide como la razón de crédito a PBI. En el caso de EE.UU., durante la crisis de 2007 a 2009, el problema se concentró en el crédito a los hogares, cuya razón respecto al PBI fue cercana a uno. Cabe recordar que esta fue una crisis hipotecaria *subprime*, por lo que esta razón se desploma considerablemente y se ha mantenido realmente muy baja aproximadamente en 0.7. El crédito a las empresas (0.7 veces el PBI en 2008) también se redujo después de la crisis, pero se ha venido recuperando sostenidamente desde 2012. Durante la pandemia, el crédito tuvo un repunte de corta duración como consecuencia de que, ante el problema de liquidez, muchas empresas corrieron a los bancos a tratar de obtener desembolsos

de sus líneas de crédito, y los bancos pudieron atender la súbita mayor demanda por crédito gracias al apoyo y la inundación de liquidez de los bancos centrales. Una vez que se normalizó de manera gradual la actividad en el mercado de bonos y de deuda corporativa, las empresas comenzaron a emitir más bonos y a usar esos recursos para repagar sus líneas de crédito, con lo cual el crédito a empresas cayó, aunque se mantiene a niveles elevados (cerca de 0.8 veces el PBI).

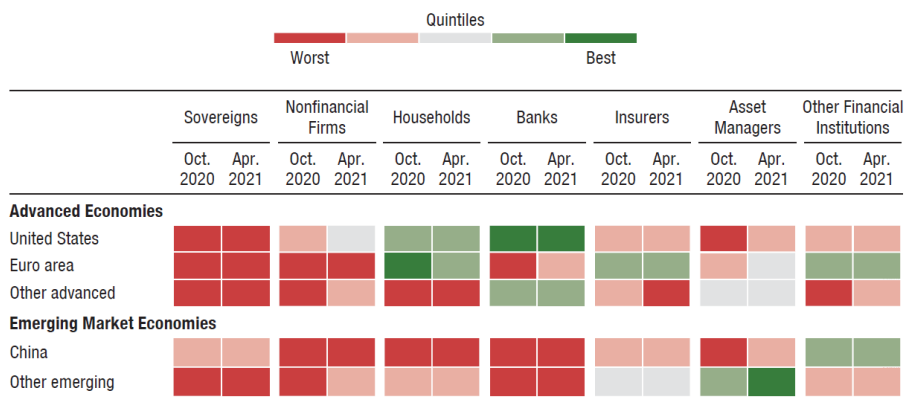
El siguiente aspecto en el recetario de Adrian *et al.* (2015) es el apalancamiento del sector financiero. Acá una medida útil es el nivel de ratio de capital de los bancos (Common Equity Tier 1, CET1). Durante la crisis de 2007 a 2009, los bancos de EE.UU., sobre todo los más grandes, experimentaron una disminución significativa de su capital que luego se revierte como consecuencia de una posición muy expansiva adoptada por la Reserva Federal, en la forma de diversos programas de liquidez y de crédito, así como del uso de la política monetaria no convencional y el programa de inyecciones de capital bancario.

En un episodio bastante prolongado de estímulo monetario y tasas de interés bajas, se tuvo que hacer algo en términos de regulación prudencial. Ahí encaja la implementación de los estándares de Basilea III, que conminan a los bancos a aumentar sus niveles de capital de tal manera que, por ejemplo, en 2008, los bancos operaban con un nivel de capital de aproximadamente 6 %, y ya hacia el año 2019 operaban con niveles cercanos al 12.5 %. En otras palabras, en poco más de una década, el capital bancario se duplicó. Resulta interesante destacar que los bancos entraron a la pandemia con indicadores robustos de capital y de liquidez, e inclusive mejoraron sus ratios de capital durante este periodo.

Hubo, igualmente, un problema de aumentos en la morosidad bancaria porque mucha gente no estaba en condiciones de pagar sus deudas, ya que no salía a trabajar porque estaba confinada. Entonces, bajan los ingresos de las familias, caen los ingresos para las empresas, hay un menor repago y los bancos tienen que hacer más provisiones por pérdidas y castigar deudas, lo que afecta su rentabilidad. No obstante, los bancos entraron a la pandemia en buena forma y la soportaron sin dificultades, lo que dice mucho de todo el esfuerzo de reforma financiera internacional durante la década de 2010.

Para resumir esta parte, tomo la figura 3 directamente de Fondo Monetario Internacional (2021). Aquí se muestra un mapa de calor que resume la evolución de distintos indicadores en dos fechas, octubre de 2020 y abril de 2021, para varias regiones en el mundo: EE.UU., Europa, otras economías avanzadas, China y otros mercados emergentes. Los mapas de calor miden la temperatura del sistema financiero. Así, el color rojo indica que hay “fiebre” en el sistema financiero, es decir, un alto riesgo, mientras que los niveles en verde o azul indican bajo riesgo.

Figura 3  
Vulnerabilidades financieras por sectores y regiones en el mundo (mapa de calor)



Fuente: Fondo Monetario Internacional (2021), Box 1.1, p. 30.

Un resultado saltante que nos muestra esta figura es que las vulnerabilidades financieras asociadas a la deuda soberana se mantienen en rojo, el riesgo es muy alto, y esto es entendible porque toda la respuesta de política de los grandes apoyos fiscales fueron financiados con deuda pública. El fuerte aumento de los niveles de endeudamiento en los distintos gobiernos está comenzando a crear situaciones de potencial riesgo. De hecho, en el caso de EE.UU., el congreso demoró hasta diciembre de 2021 la decisión de subir el límite al endeudamiento del gobierno, lo que generó meses de incertidumbre dada la importancia de esa decisión para la economía americana.

Por su parte, en el sector corporativo de economías avanzadas se aprecia una mejora producida por la rápida recuperación. Así, algunos meses atrás el indicador estaba en rojo y ahora ha pasado a rosado. En EE.UU. ha llegado a estar en el 50 % más bajo de la distribución y en color celeste. Sin embargo, en Europa, el riesgo de apalancamiento del sector corporativo se mantiene elevado, lo mismo en el caso de otras economías avanzadas. En el caso de China es muy importante mirarlo, ya que Evergrande, gran inversionista en el mercado inmobiliario en China, ha tenido problemas para cumplir su pago de deuda y ha entrado en moratoria. La empresa tiene un plazo establecido para solucionar el problema y los mercados internacionales están a la expectativa de qué va a pasar. Asimismo, el apalancamiento en las familias y bancos no muestra mayores problemas para EE.UU.; pero, en el caso de los bancos en China y de otras economías emergentes, el riesgo se mantiene elevado. Este es el tipo de información contenida en estos indicadores.

Algo interesante reportado en Fondo Monetario Internacional (2021) es que la recuperación respecto al inicio de la pandemia ha sido en términos generales bastante rápida. La pandemia le pegó muy fuerte a muchos países; por ejemplo, en el Reino Unido se tuvo una contracción de casi 10 %, mientras que en el Perú esta fue de poco más del 11 %. No obstante, se prevé para 2021 una rápida recuperación de 5 % en el caso del Reino Unido y superior al 10 % en el caso del Perú. Claro está que si la caída inicial fue muy fuerte, el crecimiento posterior es simplemente un rebote estadístico.

La situación pospandemia representa un gran desafío para las economías emergentes que pondrá a prueba todo el progreso que se ha conseguido en materia de estabilización y de fortalecimiento de los sistemas financieros. Una de las primeras pruebas será el incremento de tasas de interés en EE.UU. Se sabe que cuando las tasas de interés suben en las economías desarrolladas, se produce una salida de capitales de las economías emergentes y aumenta inmediatamente el riesgo cambiario. Ello constituye una amenaza si es que el grado de dolarización (por ejemplo, el grado de endeudamiento en moneda extranjera del sector empresarial) es alto, pues el riesgo cambiario puede devenir en riesgo crediticio. Entonces, este es un desafío importante al que se enfrentan las economías como la peruana.

#### **4 La receta peruana**

En los últimos 25 a 30 años, el sistema financiero en el Perú ha crecido significativamente, de tal manera que ha logrado enfrentar la crisis financiera internacional de 2007 a 2009 y la crisis de la pandemia con buenos fundamentos. La política monetaria ha sido buena y las políticas macroprudenciales han sido pertinentes.

En lugar de centrarme en el excelente trabajo hecho durante el programa de estabilización en los años noventa y las valiosas lecciones que aprendimos después de la crisis rusa de 1998, voy a enfocarme en lo que pasó desde comienzos de la década de 2000. Destaco dos puntos: primero, la implementación de las metas explícitas de inflación (*inflation targeting*) a partir de 2002; segundo, la profundización del mercado de capitales, sobre todo de valores de renta fija a través del uso de los certificados que empezaron a usarse en la década de 1990 y luego con el uso de emisiones de los bonos del gobierno. Como señalan Rossini y Quispe (2017), estas reformas facilitan las señales y transmisión de la política monetaria, haciéndola mucho más efectiva. Véase, además, Minaya, Lupú, y Cabello (2017).

Desde el punto de vista eminentemente financiero, cuando hay más instrumentos de renta fija, como en el caso particular de los bonos del tesoro, se desarrolla toda una curva de rendimiento (*term structure*), de modo que los inversionistas cuentan con instrumentos para poder transferir riesgo a lo largo del tiempo. Ello

también representa mayores fuentes de financiamiento alternativo al crédito bancario, así como el desarrollo de instrumentos que permitan la absorción de los flujos de capital que provienen del exterior.

Por el lado de políticas macroprudenciales y de regulación financiera, algo interesante en el caso peruano es que no existe una única autoridad macroprudencial de naturaleza supranacional. En el Perú, se adopta el modelo de políticas macroprudenciales en el que existen dos actores principales: el BCRP, por un lado, y la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (SBS), por el otro. Ello requiere de una coordinación muy estrecha al momento de tomar decisiones en materia de política macroprudencial.

En lo que respecta al BCRP, un tema que se trabajó muchísimo desde finales de los noventa es la reducción de los niveles de dolarización financiera, es decir, tanto del crédito como de los depósitos. Esto permite una menor interferencia con la correcta transmisión de la política monetaria, y favorece una reducción en el riesgo de hoja de balance de las empresas altamente endeudadas en moneda extranjera. La reducción de la dolarización y el uso de requerimientos de encaje sobre moneda extranjera involucra básicamente los dos primeros aspectos del recetario, ya que el dólar es un activo financiero muy importante en el Perú y es crucial monitorear si se encuentra sobrevalorado. Así, lo que hace el BCRP con sus intervenciones cambiarias y la gestión de liquidez en moneda extranjera, además de reducir la volatilidad del tipo de cambio y su impacto en la hoja de balance de las empresas, es prevenir sobrevaloraciones sistemáticas del dólar.

Lo segundo es moderar el apalancamiento de las empresas que están endeudadas en dólares. El manejo de los requerimientos de encaje actúa sobre este segundo aspecto. La estrecha coordinación con la SBS es clave porque cuando el BCRP modifica los requerimientos de encaje, se afecta la composición de los activos líquidos de los bancos, encaje versus efectivo, lo que tendría consecuencias en cuanto al cumplimiento de las metas de requerimientos de liquidez establecidas por la SBS.

La evolución de la desdolarización en el Perú está bien documentada en Armas (2016) y Terrones (2022). Hacia inicios de la década de 2000, los niveles de dolarización en el Perú eran muy elevados y han venido reduciéndose de manera gradual y sostenida. La dolarización del crédito pasó de cerca de 80 % a aproximadamente 25 %, mientras que la dolarización de la liquidez también pasó de cerca de 80 % a 44 %. Es muy importante notar que la crisis financiera internacional no interrumpió este proceso. La disminución de los niveles de dolarización favorece la estabilidad financiera, y ha dado cierta protección al incremento del tipo de cambio durante 2021, en buena medida producto de la incertidumbre política.

Otro acierto en materia macroprudencial es el manejo efectivo de las tasas de encaje, principalmente en dólares. El objetivo es moderar la entrada de capitales

que reciben los bancos y, de esta manera, aminorar su uso como fuente de financiamiento para el crédito en moneda extranjera que los bancos otorgan al sector empresarial. En las épocas con condiciones financieras laxas existe el riesgo de un posible *boom* crediticio y de entrada masiva de capitales. Esos son los momentos en los que el BCRP debe empezar a elevar los encajes. El encaje subió de niveles de 30 %, a finales de la crisis financiera global, a alrededor de 70 % hacia el año 2016. Desde entonces fue bajando paulatinamente hasta 35 %, nivel en el que permanecía cuando empezó la crisis de la COVID-19. Desde el punto de vista del recetario de política, el BCRP actúa para evitar la sobrevaloración de un activo relevante como es el dólar, monitoreando el crecimiento del crédito y moderándolo a través de los requerimientos de encaje.

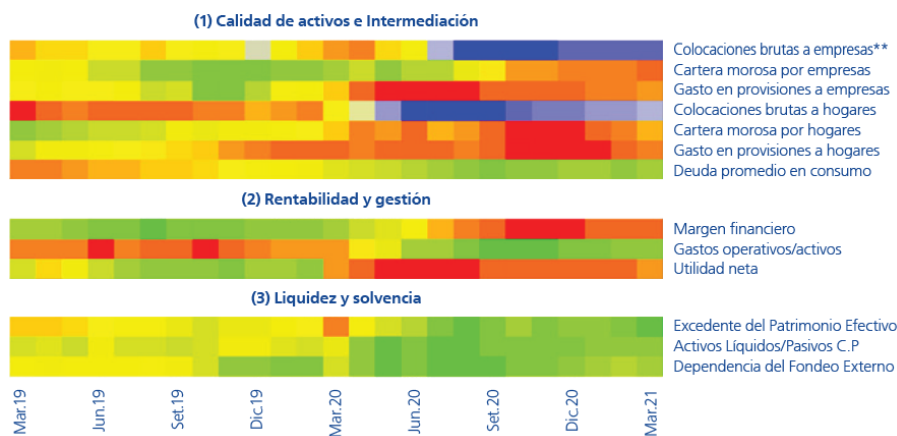
Por el lado de la SBS, nuevamente siguiendo este recetario, se trabajó efectivamente sobre los dos últimos aspectos: el apalancamiento de las entidades financieras y los requerimientos de liquidez. Después de la crisis financiera global, el mundo adoptó una reforma financiera aplicando los estándares de Basilea III y el Perú hizo lo propio. La SBS llevó a cabo esta reforma fortaleciendo el marco regulatorio e implementando las recomendaciones de Basilea III de requerimientos de capital y requerimientos de liquidez con énfasis en bancos y compañías de seguros.

Otros aspectos interesantes son el énfasis en las entidades sistémicas, que implica una regulación más estricta de los bancos más grandes, y el uso contracíclico de la regulación macroprudencial. Ambos son aspectos recomendados por los estándares de Basilea y estudiados en la literatura. En el caso del Perú, la implementación del requerimiento contracíclico de capital se hace a través del régimen de provisiones dinámicas que se asemeja al utilizado en España. En este caso, se establece un mayor requerimiento de capital para créditos en ciertos segmentos que se consideran riesgosos como créditos hipotecarios y créditos de consumo. Asimismo, hay una cuidadosa labor de clasificar el crédito por tipo de deudor (crédito comercial, corporativo, grandes, medianos o microempresa) y existen reglas específicas para activar o desactivar el requerimiento contracíclico. Todo esto es consistente con lo que han venido haciendo los bancos centrales y las autoridades macroprudenciales en el mundo.

## **5 El impacto de políticas macroprudenciales**

Veamos ahora qué impacto ha tenido la aplicación de estas políticas en términos de la evolución del sistema financiero. En la figura 4, tomada de Banco Central de Reserva del Perú (2021), el *Reporte de Estabilidad Financiera* del BCRP, se muestra el mapa de calor para el sistema financiero local. Se puede apreciar que a inicios de 2021 el sistema financiero había soportado de buena forma la crisis sanitaria.

Figura 4  
Mapa de calor del sistema financiero peruano



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú (2021), gráfico 1.8, p. 15.

Los niveles de capital y de liquidez con los que entraron los bancos a la crisis de la pandemia eran altos. Por ejemplo, en el último panel, los indicadores de liquidez y solvencia registran una temperatura baja, mostrada en verde. Ello a pesar de los evidentes estragos que la pandemia tuvo en el sistema financiero: provocó una caída del producto de 11 %, aumentó la morosidad y eso llevó a que los bancos tengan que hacer más provisiones, lo que afectó su rentabilidad. Los indicadores de provisiones y de utilidad o margen financiero estuvieron en rojo por un tiempo, y ya comienzan a aparecer en un naranja, es decir, en niveles que muestran al sector “menos afebrado”. Los indicadores relativos a la evolución del crédito, como colocaciones a empresas y a hogares, se mantienen en azul.

Sobre este último punto, es interesante discutir sobre el crecimiento del crédito antes y durante la pandemia. En el Perú ocurrió lo mismo que en EE.UU., donde se implementó un programa de apoyo ambicioso llamado *Payment Protection Plan*, que comprendía créditos de protección por problemas asociados con la caída de ingresos en las empresas. Los bancos recibieron líneas de crédito para otorgar créditos a los sectores más golpeados por la pandemia. En el caso del Perú, el programa Reactiva Perú tuvo un objetivo similar y logró que el crédito creciera; de otro modo, el crédito habría caído considerablemente, producto de la recesión y de la caída en la demanda. De hecho, cuando se analiza el detalle de las colocaciones por destino, se confirma la recuperación del crédito para empresas, a la vez que se registra una caída del crédito para los hogares. Es decir, la recuperación del crédito total provino básicamente por la acción positiva del programa Reactiva.

Es interesante preguntarse si esta evolución del crédito representa una posible vulnerabilidad financiera agregada. Para responder a esta pregunta, los organismos internacionales como el BIS y el FMI sugieren monitorear la “brecha de crédito” o *credit gap*, que mide el desvío del nivel observado de la ratio de crédito sobre el PBI con relación a una tendencia de largo plazo. En el caso peruano, se verifica que la brecha en 2017 era negativa, lo que indica la ausencia de vulnerabilidades asociadas a dicho indicador. El crédito luego se recupera, pero dicha recuperación no fue tan grande, manteniéndose el ratio cerca de su tendencia de largo plazo. Por ende, el riesgo de apalancamiento del sector corporativo se mostraba contenido. Hacia 2021, la brecha de crédito se muestra positiva, aunque no en niveles alarmantes.

## 6 Agenda pendiente

La revisión previa muestra que en el Perú las cosas se han hecho bien, lo que ha permitido que el sistema financiero opere de forma estable. No obstante, en mi opinión, subsisten tres aspectos fundamentales de mejora que se podrían considerar potenciales vulnerabilidades externas e internas para el sistema financiero peruano.

Primero, a pesar del excelente trabajo en la reducción de los niveles de dolarización, una dolarización cercana al 20 % sigue siendo alta. ¿Está el sistema financiero preparado para absorber un incremento en la tasa de política de la Reserva Federal? ¿Están las empresas en el Perú preparadas, en cuanto a sus niveles de apalancamiento, para absorber una fuerte depreciación? A pesar de que, llegado el momento, el BCRP probablemente saldrá a moderar la volatilidad en el tipo de cambio, se trata de una vulnerabilidad que hay que monitorear permanentemente.

Segundo, en el Perú, el riesgo político todavía le pasa la factura a la economía. Es muy ilustrativo que, a pesar de los buenos fundamentos, se le bajara la calificación de riesgo a los bonos del Perú en septiembre de 2021. Aunque ello es una labor directa del ejecutivo y del congreso, y escapa al manejo técnico de instituciones como el BCRP o la SBS, es una fuente de vulnerabilidad considerable.

Tercero, el sistema financiero peruano aún se encuentra muy bancarizado y muy concentrado. Del total de activos del sistema financiero, los bancos poseen el 64 %, quienes otorgan el 85 % del crédito al sector privado. Las entidades no bancarias no participan de manera significativa en la intermediación financiera, al representar solo el 12 % de activos y el 15 % del crédito al sector privado. Así, hay una limitada intermediación por parte de las cooperativas de ahorro y crédito y todas las entidades de apoyo a las microempresas. Por ejemplo, hubiera sido ideal que las entidades financieras no bancarias usaran su red de apoyo para distribuir la ayuda gubernamental durante la pandemia.



Concluyo resaltando que es bueno tener presente que extender las fuentes de intermediación trae consigo retos regulatorios. En las economías desarrolladas, producto de una regulación más estricta implementada en el periodo poscrisis financiera, hemos observado que la actividad de intermediación ha venido migrando desde los bancos a instituciones no bancarias menos reguladas. Así, las autoridades macroprudenciales en las economías avanzadas deben decidir qué hacer para regular muchas de las instituciones financieras no bancarias como fondos mutuos, fondos de inversión, fondos de cobertura, compañías de seguros y empresas financieras que vienen aumentando su participación en el crédito en el sector corporativo, y que no están sujetas a la regulación. Al no estar sujetas a la regulación, las instituciones financieras no bancarias constituyen una fuente de vulnerabilidad financiera importante, tal como se observó durante la caída de los mercados financieros como consecuencia del impacto de la pandemia en marzo de 2020, y tras la venta masiva de títulos por parte de estas instituciones que agudizó la crisis de liquidez y obligó a una fuerte intervención de gobiernos y bancos centrales.

## Referencias

- Adrian, T., Covitz, D., & Liang, N. (2015). Financial stability monitoring. *Annual Review of Financial Economics*, 7(1), 357-395.
- Armas, A. (2016). Dolarización y desdolarización en el Perú. En G. Yamada & D. Winkelried (Eds.), *Política y estabilidad monetaria en el Perú* (p. 61-94). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.
- Banco Central de Reserva del Perú. (2021). *Reporte de estabilidad financiera. Mayo 2021*. Lima: Banco Central de Reserva del Perú.
- Bernanke, B., Gertler, M., & Gilchrist, S. (1999). The financial accelerator in a quantitative business cycle framework. En M. Taylor & M. Woodford (Eds.), *Handbook of Macroeconomics* (Vol. 1C, p. 1341-1393). North Holland.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2014). A macroeconomic model with a financial sector. *American Economic Review*, 104(2), 379-421.
- Brunnermeier, M. K., & Sannikov, Y. (2016). *The I theory of money* (NBER Working Paper n.º 22533). National Bureau of Economic Research, Inc.
- Fondo Monetario Internacional. (2021). *Global financial stability report, April 2021: Pre-empting a legacy of vulnerabilities*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.
- Kiyotaki, N., & Moore, J. (1997). Credit cycles. *Journal of Political Economy*, 105(2), 211-48.
- Martinez-Miera, D., & Repullo, R. (2017). Search for yield. *Econometrica*, 85(2), 351-378.

- Martinez-Miera, D., & Repullo, R. (2019). Monetary policy, macroprudential policy, and financial stability. *Annual Review of Economics*, 11, 809-832.
- Minaya, E., Lupú, J., & Cabello, M. (2017). *Macroprudential policies in Peru: The effects of dynamic provisioning and conditional reserve requirements* (BIS Working Paper n.º 675). Bank of International Settlements.
- Rossini, R., & Quispe, Z. (2017). Implementation of macroprudential policy in Peru. En Bank for International Settlements (Ed.), *Macroprudential policy frameworks, implementation and relationships with other policies* (Vol. 94, p. 257-275). Bank for International Settlements.
- Terrones, M. (2022). Dolarización parcial: ¿adicción o seguro? En M. Ortiz & D. Winkelried (Eds.), *Hitos de la reforma macroeconómica en el Perú, 1990-2020. La recompensa de los tamíes* (p. 327-344). Lima: Fondo Editorial de la Universidad del Pacífico.