

# 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

# La Crisis Financiera Global de 2008: respuesta de política monetaria y lecciones aprendidas

JULIO VELARDE\*

*En la Crisis Financiera Global de 2008, la corrección de una burbuja en el mercado inmobiliario en economías desarrolladas generó problemas de solvencia y un credit crunch, amplificados por fallas en la regulación financiera. La respuesta del Banco Central de Reserva del Perú se enfocó en preservar la efectividad de las acciones de política monetaria y asegurar el correcto funcionamiento de los mercados. Como resultado, se mantuvo la fluidez de la cadena de pagos y del crédito del sistema financiero, promoviendo la rápida recuperación de la actividad económica. Además, se logró la convergencia de la inflación al centro del rango meta en 2009.*

## 1 Introducción

A pesar de que algunos señalan que la Crisis Financiera Global (CFG) de 2008 fue anunciada, la verdad es que su magnitud sorprendió a todos. Es cierto que Nouriel Roubini en el año 2006 había escrito un artículo financiero alertando sobre esa posibilidad. Incluso quizás alguien más influyente en ese momento como Raghuram Rajan, quien era Jefe de Estudios Económicos del Fondo Monetario Internacional (FMI), durante la reunión principal de banqueros centrales en Jackson Hall en 2006, comenzó a alertar de estos desequilibrios. No obstante, estoy seguro de que él no preveía un desastre de esta magnitud.

Robert Shiller también manifestó su preocupación sobre el precio excesivo de los activos e incluso Alan Greenspan hablaba de euforia en los mercados financieros. Todos los que han visto o leído “The Big Short” pueden dar cuenta de los libros que han tratado la crisis (Lewis, 2010). Tal vez la voz más influyente en la comunidad de hacedores de política, aunque poco conocida, era la del canadiense

---

\* Quiero agradecer la invitación y de paso recordar a Renzo Rossini. Renzo fue un gran amigo, lo conocí más de 40 años, y fue un puntal en el BCRP. Durante 15 años, he conversado con él todos los días al menos cuatro horas. Su pérdida ha sido muy sentida en el BCRP y se hará sentir en la falta de su aporte para tomar las decisiones complicadas que depara el futuro.

Bill White, quien era el Jefe de Estudios Económicos en el Banco de Pagos Internacionales (White, 2006a, 2006b). Él sí venía advirtiendo de estos desequilibrios, pero su receta era, en mi opinión, equivocada, pues insistía en que frente a esta inflación de activos se debía subir las tasas de interés, algo muy difícil de justificar. Además, cuando hay euforia, subir tanto la tasa de interés para frenar el aumento de precios de activos, provocaría probablemente una recesión en el sector real. Hay otros instrumentos como los macroprudenciales que han podido usarse, más regulación también.

En agosto de 2007 ya comienzan a tener problemas los fondos de BNP Paribas, Bernstein e incluso Countrywide Financial, el principal emisor de hipotecas norteamericanas. Recuerdo que en las reuniones de banqueros centrales en que he participado se preguntaban en los comedores de la Reserva Federal de EE. UU. si realmente era un problema. Quienes decían que sí pensaban en un problema temporal de liquidez, no uno de solvencia. Se hablaba de usar las nuevas cosechas de préstamos para tratar de demostrar que no había problemas. Inclusive se acababa de anunciar un nuevo jefe en el área de supervisión bancaria en la Reserva Federal que asumiría en diciembre; esta persona defendía claramente que no había ninguna posibilidad de quiebras financieras. En general, la mayor parte de los actores, de los hacedores de política norteamericana, trataba de minimizar los riesgos.

Es importante entender los efectos en el Perú. Esta desconfianza en estos activos financieros que se hace más visible en agosto de 2007, trece meses antes de la quiebra de Lehman Brothers, indujo a una búsqueda de activos con mayor rendimiento y eso significó ingresos masivos de capitales para emergentes. El Perú en ese momento no tenía grado inversión, incluso no contaba con tantos instrumentos donde poner el dinero; aún así entraron cantidades masivas de dólares buscando desesperadamente activos, una vez que los MBS (*mortgage-backed securities*) y otros activos colateralizados no estaban rindiendo.

## 2 La euforia precrisis

Antes de la crisis el mundo crecía y veníamos de la “gran moderación”. La inflación parecía baja y controlada, lo que se atribuía a factores como la globalización misma, la incorporación de China al mercado mundial, entre otros. Adicionalmente, existía la firme creencia que habíamos aprendido a manejar el ciclo económico y evitar recesiones. Probablemente, los más jóvenes no lo recuerden, pero incluso en la prensa, como *Financial Times* o *Wall Street Journal*, la gente hablaba de que tal vez ya no iban a haber más recesiones, y dentro de ese ambiente no es de sorprender que los activos financieros no dejaran de subir. No se creía que hubiese un factor que finalmente los corrija.

El mundo en general estaba creciendo. Haré referencia a Europa donde se ve un crecimiento incluso mayor. En el año 2007, la eurozona crece 5.6 % y el año anterior 5.4 % que, para Europa, un continente desarrollado, son tasas sumamente altas. No es de sorprender que, un poco después de la quiebra de Lehman Brothers y que estalle la crisis hipotecaria en Inglaterra, se observen los problemas con la banca en Islandia. Allí, la banca estaba apalancada tantas veces con respecto a su producto que era casi imposible creer cómo un país con bancos sumamente pequeños había podido crear bancos internacionales capaces de captar miles de millones de depósitos; inclusive uno de estos bancos abrió oficinas en América Latina.

Obviamente, no pudieron pagar a depositantes extranjeros, pues los depósitos eran varias veces el PBI de Islandia. Recuerdo que Már Gudmundsson, gobernador del Banco Central de Islandia, luego de que unos volcanes islándicos lanzaran tanta ceniza y humo que interrumpieron los vuelos en los aeropuertos de Londres y Ámsterdam, bromeaba: *instead of cash we send them ash* (“En vez de efectivo, les mandamos cenizas”).

A su vez, España con un tipo de cambio fijo con respecto a la eurozona tenía un *boom* inmobiliario con enormes aumentos en el precio de la tierra y en los créditos inmobiliarios, que luego fueron responsables de una crisis salvaje en donde el desempleo alcanzó casi 20 % y que tomó bastante tiempo superar. Después de la crisis, habían salido capitales de España equivalentes al 50 % de su producto. No afectó al tipo de cambio porque, al encontrarse en una unión monetaria, el Banco de España puede firmar pagarés con los otros bancos centrales de la eurozona, el Bundesbank en especial.

El mundo se encontraba en la era de la globalización. El comercio mundial como porcentaje del PBI global venía creciendo fuertemente hasta la quiebra de Lehman Brothers que frena ese proceso. Había mucho apetito por riesgo, que se reflejó en los mercados internacionales de *commodities*. Cuando no hay suficientes activos para comprar en los EE. UU., los inversionistas entran en mercados emergentes, pero también invierten su dinero en *commodities*. Si uno piensa que el *commodity* va a subir algo, tomo posición para ganar con la subida de precio y, como varios hacen eso, sigue subiendo más y más y se convierte en un activo financiero. El índice de *commodities* de Reuters, un indicador conocido, alcanzó niveles de más de 450 hacia mediados de 2008; después de la quiebra de Lehman Brothers, el índice se desplomó a 300; luego, con la reactivación, se recuperan y hacia marzo de 2010 ya se superaba el nivel de 400.

En el Perú, la euforia era total. En el año 2008, a pesar de que el cuarto trimestre fue afectado por Lehman, crecimos 9.8 %. La inversión privada creció casi 26 % ese año. Los términos de intercambio y esta “financiarización” de los *commodities* nos beneficiaron fuertemente. Como dije previamente, esta euforia es muy difícil de

frenar. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) subió la tasa de interés hasta 6.5 % y los encajes, pero la confianza desmedida de que voy a hacer plata de todas maneras persistió. A pesar de que el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF) estaba en desacuerdo, también intervinimos comprando una cantidad masiva de dólares para evitar una apreciación excesiva.

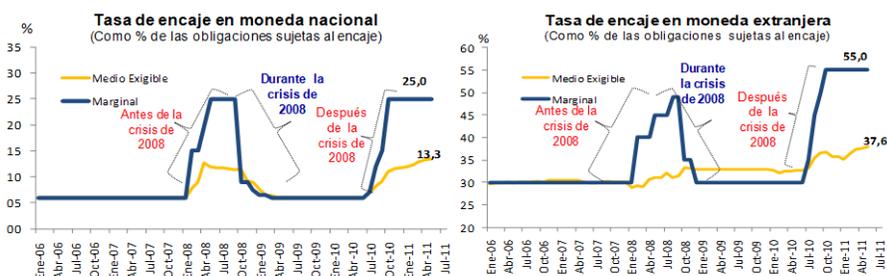
Lo que teníamos, similar al caso de España, es que estaba creciendo el precio de los inmuebles considerablemente. En 2006 uno podía comprar un departamento pequeño en Miraflores por 40 mil dólares; para 2008 esto era muy difícil por las fuertes subidas de los precios de los inmuebles. El problema cuando está metiéndose tanto dinero al sector no transable no es solo que el precio del inmueble sube 30 %, sino que además se fortalece el sol. Así, en dólares ya no gana 30 %, sino 50 %, lo que atrae todavía muchos más capitales que desequilibran aún más a la economía y termina habiendo una hipertrofia en el sector no transable. En algún momento esto debe corregirse, como ocurrió en España e Islandia.

Los inversionistas detrás de los flujos de capitales descubren nuevamente que existen los mercados emergentes. Conozco a varios exalumnos de la Universidad del Pacífico que cuando salieron los bonos, particularmente en los noventa con el plan Brady, fueron contratados por fondos internacionales que buscan gente de América Latina que conozca estos países y compre estos bonos. Después, cuando el mercado de bonos Brady se volvió poco atractivo, la región perdió atractivo y los despidieron. En estos años surge nuevamente un interés por América Latina, motivado por esta búsqueda de retorno porque ahora no se encuentran activos suficientes de EE. UU. El flujo de capitales de portafolio se multiplicó por un factor de casi 10 entre 2002 y 2007; entraron más de US\$ 50 mil millones en 2007 a América Latina. Dada la euforia precrisis, los cambios frente a la crisis, cuando ocurre, son mucho más fuertes. Cuando han subido tanto los *commodities*, la caída es más marcada; cuando han ingresado tantos capitales, el retiro te lleva a una mayor presión cambiaria porque el tipo de cambio se apreció al momento de ingreso de capitales, entre otras consideraciones.

Como se muestran en la figura 1, subimos la tasa de encaje para frenar esta expansión, tanto la tasa de encaje medio como la marginal, es decir, por cada incremento de depósitos subimos la tasa hasta alcanzar el 25 % en soles y hasta 49 % en dólares. Aun así, los créditos seguían creciendo enormemente. Es algo impresionante; uno tiene que vivir estos episodios para realmente entenderlos.

Por su parte, la figura 2 ilustra la intervención cambiaria. Se muestran las compras netas *spot* del BCRP. Este comienza a comprar fuertemente, entre 2005 y agosto de 2008, periodo en el que se compraron casi US\$ 25 mil 400 millones, a un ritmo más marcado entre 2007 e inicios de 2008. En 2008 ya no sabíamos cómo absorber estos capitales. Buscaban casi cualquier resquicio para entrar. Los

Figura 1  
Tasas de encaje (porcentaje)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

bonos peruanos no tenían un mercado tan grande, en ese momento sumaban alrededor de US\$10 mil millones, es decir, como 14 % o 15 % del monto que existe actualmente. Asimismo, mientras que en 2021 casi el 53 % de los bonos del gobierno en soles está en manos extranjeras, en ese momento era solo el 20 %, es decir, todavía no había tanta confianza en los papeles del Perú. Por ello, los inversionistas buscaban meterse más en papeles de corto plazo. Los mercados de futuros

Figura 2  
Tipo de cambio e intervención en el mercado cambiario



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

y de *forwards* no estaban tan desarrollados como ahora. Entonces no había tanta contraparte cuando querías hacer operaciones en el *forward*, en parte porque todo estaba de un solo lado, apostando a que el sol se fortalecía. Durante la crisis, las líneas hacia abajo en la figura 2 indican que se intervino vendiendo, particularmente con derivados.

Tomamos un grupo extenso de medidas. El papel de corto plazo por excelencia era el Certificado de Depósito del BCRP (CD-BCRP). Como comprábamos dólares emitiendo soles, debíamos retirar los soles usando estos papeles que, obviamente, se usan para regular la liquidez de la banca y evitar excesos de liquidez producto de estas compras. Recuerdo que nos enteramos casi dos semanas después por un funcionario que se habían metido extranjeros a comprar fuertemente los CD-BCRP. Lo que tuvimos que hacer inicialmente fue evitar que se renegociaran. Por ello, creamos los certificados de depósito de negociación restringida (CD-BCRP NR). Después pusimos una penalidad de 4 % que encarecía la transferencia de los certificados fuera del sistema financiero peruano. Este 4 % anulaba la rentabilidad por parte de inversionistas extranjeros.

Además, introdujimos la posibilidad de que los bancos utilizaran depósitos a plazo en el BCRP directamente, en vez de hacerlo a través de subastas. Esto es prácticamente equivalente a que vengan por ventanilla a una tasa dada en vez de ir a la subasta. Lo hicimos para absorber esta liquidez mientras no supiéramos cuán bien iban a funcionar las limitaciones a las transferencias fuera del sistema financiero y el *fee* del 4 % que pusimos a las transferencias.

Con todas estas medidas, secamos el mercado de papeles de corto plazo que eran básicamente los papeles del BCRP y se calma un poco el mercado. Así, el sol empieza a dejar de ganar valor continuamente hasta que los inversionistas descubren otro mecanismo. Se mantuvieron en el corto plazo porque todavía no confiaban mucho, era como estar metiéndose en el agua probando cuán caliente está, y terminan entrando en depósitos de los bancos privados. Comenzamos a ver que crecían bruscamente los depósitos en soles de los bancos y vimos que eran instituciones financieras y fondos del exterior que estaban depositando. Con su ingreso presionaban a la apreciación del sol y entraron apostando que con esa apreciación iban a ganar bastante. Tuvimos que fijar el encaje en 120 % para los depósitos de instituciones financieras del exterior, es decir, para que los bancos le apliquen una tasa negativa. Estos flujos de capitales masivos fueron los primeros efectos de esta desconfianza generalizada en las obligaciones colateralizadas.

La preocupación era que estábamos creciendo a 9.8 % con un crecimiento del precio de *commodities* enorme. En el caso del precio del petróleo este año aumentó en 69 %. La inflación de EE. UU. llegó a 5.6 % y el Perú tuvo inflación de 6.5 %, que era más baja que la de países dolarizados como El Salvador o Ecuador. En Chi-

le, la inflación se disparó a más de 10 % y subió su tasa de interés a 10 %. Sabíamos que se estaban generando desequilibrios que iban a estallar después. Buscábamos la manera de parar esa euforia.

### 3 El impacto de la crisis

Cuando vino la crisis realmente no sabíamos qué tan grave era. En la época, Eichengreen y O'Rourke (2012) famosamente publicaron un comparativo con la Gran Depresión de 1930. Al inicio, con la fuerte caída de la producción industrial, todo el mundo pensó en 1930. Incluso la caída del comercio global fue peor que en 1930. Ahora sabemos que fue mucho menos severa, pero la magnitud del desplome inicial fue una sorpresa.

Puede discutirse si estuvo bien dejar caer a Lehman Brothers o no; existen muchas posiciones al respecto. Lo cierto es que produjo un impacto masivo. Nadie sabía si la contraparte en algún crédito o instrumento podría responder. Los *haircuts* a los activos más seguros, que usualmente se tomaban al 100 %, se volvieron bastante altos por este temor. Como no se sabía cuánto debía Lehman Brothers, por ejemplo a Goldman Sachs, Goldman Sachs no podía atender como contraparte y se generaba un efecto cadena. Esto se acentúa cuando entra en problemas AIG, una aseguradora que vendía *credit default swaps* (CDS), es decir, garantías para protegerse en caso un gobierno o una empresa dejara de pagar su deuda.

En octubre de ese año recuerdo la reunión anual del FMI. En ese momento yo presidía el Centro de Estudios Monetarios de América Latina (CEMLA) y siempre organizábamos reuniones con expositores alrededor de las reuniones del FMI. El primer día tenía que exponer Guillermo Ortiz, presidente del Banco Central de México, y me llama urgentemente pidiéndome cambiar la fecha para el siguiente día. La razón es que estaba por embarcar y recibió una llamada en la que le decían que se estaba depreciando el peso mexicano 100 %. Pasó de 10 a 20 y, a diferencia del resto de monedas que se corrigió, en el caso del peso mexicano el tipo de cambio se mantuvo cercano a ese valor.

Luego estaba en una cena un domingo, también en el marco de las reuniones del FMI, y se levanta el presidente del Banco Central de Brasil excusándose porque no puede quedarse pues estaban cayendo varios bancos en su país. Era una situación realmente difícil de creer. En la semana siguiente, el Banco Central de Chile invita a una reunión a seis banqueros centrales asustados, que eran de los seis países más grandes de América Latina. No solo eso, al caminar por los pasillos del FMI en ese momento uno veía los rostros desencajados de los ministros de economía del mundo y de los presidentes de los bancos centrales. Nadie sabía si lo que se estaba viviendo era la gran depresión de la que habíamos leído tanto.

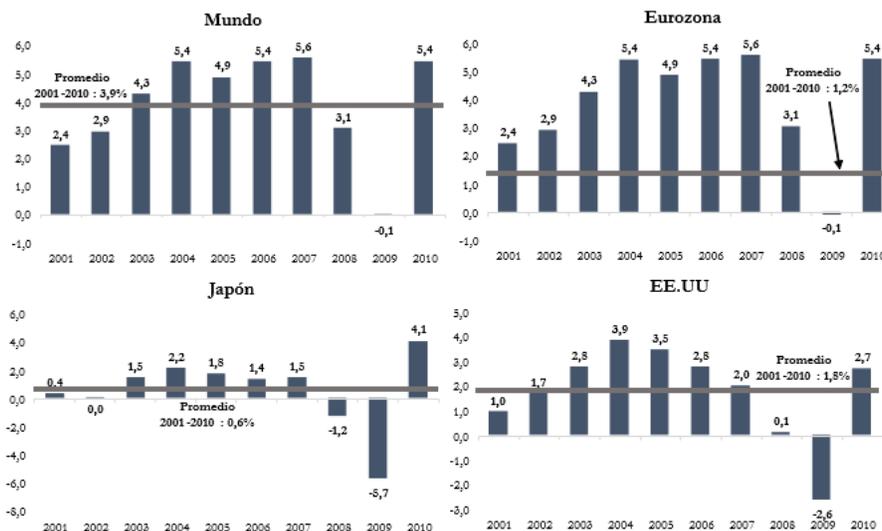
El mercado monetario europeo tenía que abrir al día siguiente y todo el mundo sabía que no había la liquidez suficiente, que probablemente muchos fondos de muy corto plazo no iban a poder. Aquí, creo que fue decisiva la acción de los bancos centrales más grandes. En esa reunión, precisamente, iniciaron un esquema de salvataje para que el Banco de Inglaterra y el Banco Central Europeo tuvieran el apoyo suficiente. Quien actuó en todo momento con mucha fuerza y con mayor decisión fue la Reserva Federal, los otros actuaron con más lentitud.

Borio (2013) plantea considerar el ciclo financiero y el ciclo económico como dos fuerzas que interactúan. El ciclo financiero sin regulación se retroalimenta con la confianza de que las cosas van a ir bien, empujando una mayor inversión. Uno defiende el mercado creyendo que las acciones micro tienen muchas veces una consecuencia macro positiva o no negativa. En esta interacción cada agente está individualmente maximizando su beneficio, pero al final están causando un desequilibrio grande que en algún momento deberá corregirse. Tal vez se avanzó muy rápido en la regulación de algunos mercados, en el caso de EE. UU. e Inglaterra.

¿Cómo frenar estos ciclos de espíritus animales? Si uno repasa la historia, véase por ejemplo Drehmann, Borio, y Tsatsaronis (2012) o Laeven y Valencia (2018), encontraremos que siempre han habido crisis financieras como las que estoy describiendo. Por ejemplo, la de 1907 en EE. UU. o la crisis de Baring a finales del siglo XIX. Sin embargo, muchas de las crisis, especialmente después de la Segunda Guerra Mundial, están asociadas con subidas de la inflación y reacciones del banco central que frenaban la expansión económica. Entonces, era común, hasta hace no muchos años, pensar que las recesiones se originaban en los bancos centrales. Pero ahora más bien son crisis financieras en las que el mercado en euforia ha llevado el precio a activos financieros a niveles insostenibles y después caen.

Creo que esto se ha agravado, es difícil decirlo, con los mecanismos de compensación y bonos de los intermediarios financieros. Michael Lewis escribió un libro sobre la crisis, particularmente en países europeos. En Alemania, donde todo es más controlado, entrevistó al presidente del Deutsche Bank y decía que si botaba a un *trader*, lo máximo que podría hacer es vender salchichas. En los setenta, un *trader* era una persona que estaba ajustada en cuanto a ingreso; en los noventa se hacía rico, rápidamente, en gran medida por las compensaciones y bonos. Algo interesante, mencionado por Greenspan, es que los bancos que sufrieron con la crisis de Lehman Brothers, eran los grandes bancos en los que el dueño no estaba involucrado tanto en el manejo. Bancos medianos y pequeños donde el dueño se involucraba, no hicieron estas apuestas audaces. Quizás en los bancos grandes, por ganar algo en el corto plazo, los *traders* o los gerentes se entusiasmaban metiéndose a estos activos e instrumentos derivados. En todo caso, sí considero que la crisis se desató por un problema en el ciclo financiero.

Figura 3  
Crecimiento económico mundial (variación porcentual del PBI real)



Fuente: Fondo Monetario Internacional. Elaboración propia.

En abril de 2008, las proyecciones del FMI sobre la economía mundial eran optimistas. En octubre pasan a ser más pesimistas y en abril del año siguiente ya eran completamente negativas. Efectivamente ocurrieron muchas caídas. Como se observa en la figura 3, el PBI mundial se contrajo en 0.1 %, al igual que el de la Eurozona. Japón cayó en 5.7 %, EE. UU. sufrió una contracción del 2.6 %. Nosotros fuimos de los pocos países que no cayeron, como Colombia, China o Corea. Probablemente no lleguen a veinte e incluso puede que esté más próximo a diez el número de países que no sufrieron una caída del producto en el año 2009.

Sin embargo, en la figura 3 también se observa una recuperación y creo que acá fue esencial el rol de los bancos centrales. Es cierto que al principio tanto George Bush y, particularmente, Barack Obama tuvieron un paquete fiscal importante, pero después el senado limitó las posibilidades de mantener el estímulo fiscal más allá del paquete inicial que implementó un poco después de la caída de Lehman Brothers. En Europa, el contralor fiscal alemán hizo lo propio, limitando el impulso fiscal que terminó siendo relativamente débil. Ello determinó que el juego estuviera en manos de los bancos centrales.

En el mundo, la recuperación fue rápida y en el caso de emergentes fue aún más marcada. Existieron muchos factores detrás de esta dinámica. En el cuarto

trimestre de 2008, China creció solo un poco más de 1 %, un ajuste significativo. Ante ello, puso toda la carne al asador y aplicó fuertes políticas expansivas de infraestructura y de estímulo al gasto y al crédito para conseguir un crecimiento de 6.1 % en el primer trimestre de 2009. Esto ayudó al resto de emergentes a través del canal de precios de *commodities*.

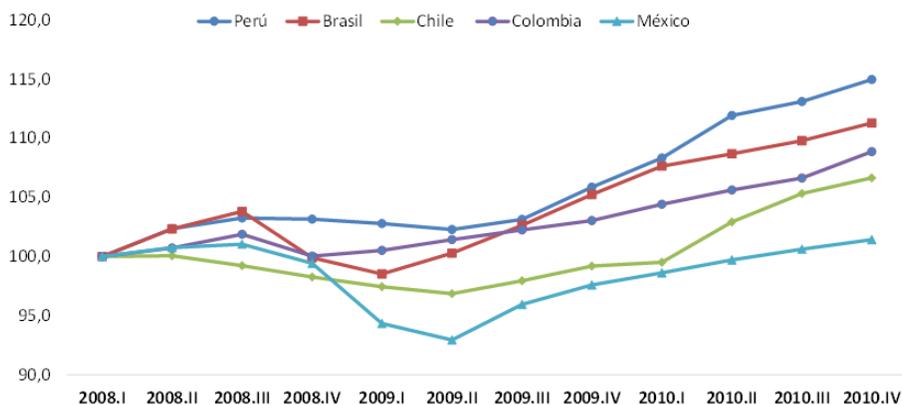
Otro factor importante fue la línea de *swaps* extendida por la Reserva Federal a Brasil, México, Singapur y Corea del Sur para que reciban dólares a cambio de reales, pesos mexicanos, dólares de Singapur y won coreanos, respectivamente. Si bien el Perú no estaba directamente en el programa, calmar estos mercados grandes entre los emergentes, catalogados como “sistémicos”, ayudó a que las presiones cambiarias en todos los emergentes bajaran.

Países como Colombia, Chile o Brasil experimentan depreciaciones del orden del 50 % que se revirtieron entre cuatro y cinco meses después. En el caso del Perú, al intervenir suavizamos un poco ese proceso. Estas devaluaciones en un periodo tan corto es como tratar de hacer un viaje de Lima a Chiclayo vía Nueva York. Realmente no tiene mucho sentido. Es cierto que uno nunca puede saber lo que pasará en el futuro, pero en lo posible se pueden moderar estas fluctuaciones.

El precio del dólar es un precio importante. Así como luchamos con la inflación para que no entre una neblina que haga que los precios no sean una buena señal de asignación, algo similar también pasa con el tipo de cambio. Con ello no estoy defendiendo un régimen de tipo de cambio fijo, que no responde a fundamentos, pero que tampoco sobre reaccione de manera significativa frente a cualquier movimiento no fundamental.

El *boom* inmobiliario es otro factor. Tuvimos un crecimiento enorme en el precio de las propiedades. Luego, la caída del precio llevó a que no pudiesen pagarse las hipotecas. Un elemento interesante por considerar, y que solo ha sido parcialmente estudiado en EE. UU., es que usualmente cuando ha habido una crisis hipotecaria el gran problema es la demora en solucionarla, ya que nadie quiere cargar con el costo. ¿Quién asume el costo del no pago? ¿El banco que no puede cobrar? ¿Los clientes que a la larga se les quita su casa o se les da un periodo más largo, pero pagando? ¿El Estado subsidiando? Esa discusión a veces evita que se solucionen los problemas. El tiempo que se toma en decidir quién carga con el costo muchas veces retrasa en gran medida la solución de una crisis. En otros países sí se han tomado medidas para afrontar crisis hipotecaria; sin embargo, en el Perú no se hizo mucho para ayudar a acelerar su resolución. Recordemos que la principal riqueza de los hogares es la vivienda; entonces, cuando cae el valor de esta principal riqueza, se ve afectado el consumo.

Figura 4  
PBI real desestacionalizado en América Latina (índice 2008.I = 100)



Fuente: Bancos centrales e institutos de estadística. Elaboración propia.

Asimismo, vimos una gran caída en el volumen de producción mundial y una contracción salvaje del flujo de capitales emergentes. Después de la euforia asociada al ingreso de capitales, todos se asustan y buscan salir a refugiarse en lo que se considera un lugar seguro, típicamente, EE. UU.; en segundo lugar, Japón; y, en tercer lugar, Suiza.

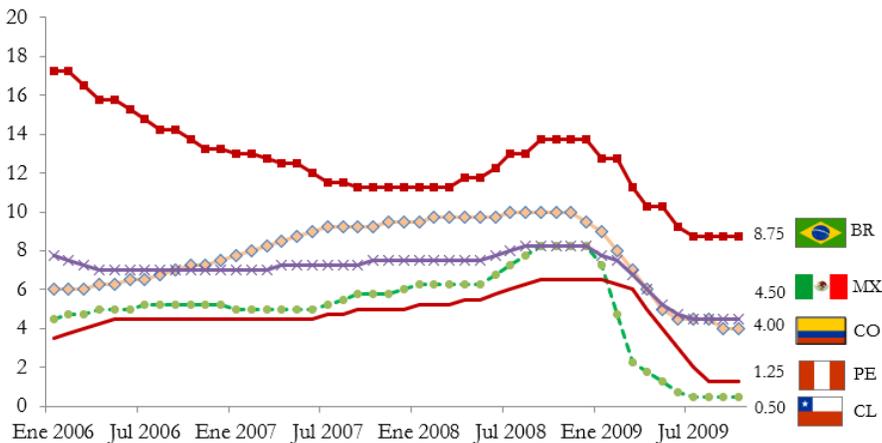
La desaceleración generó una disminución en el precio de los *commodities*, no solo por la caída de la demanda sino también porque caen los contratos no comerciales. Durante la euforia, se apostaba por la subida del precio de los *commodities*. En este periodo esa tendencia se revirtió y comenzaron a apostar por caídas en estos precios, lo que generó una fuerte corrección en los precios.

El Perú se recupera rápidamente, como se aprecia en la figura 4. Terminamos 2010 con un desempeño muy superior al de los otros países de la región. En 2009, Colombia creció 1.1 %, nosotros crecimos 1 % y los demás básicamente cayeron; en 2010 ya estábamos creciendo a 8.5 %, bastante más que los otros países. Brasil se acerca con un 7.5 % pero les termina costando. El presidente Luiz Inácio Lula da Silva estaba impulsando fuertemente el gasto y ello causó desequilibrios enormes que terminaron reflejándose en el periodo de su sucesora, Dilma Rouseff.

#### 4 Respuesta de política monetaria y resultados

¿Cuál fue la respuesta de política monetaria? Ningún país de la región redujo sus tasas inmediatamente. El primero fue Colombia, que lo hizo cuatro meses después

Figura 5  
Tasa de política monetaria en América Latina (en porcentaje)



Fuente: Bancos centrales. Elaboración propia.

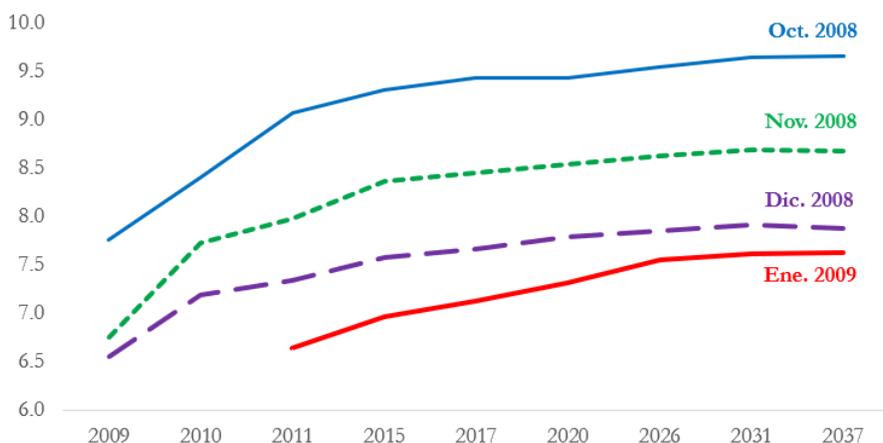
de la quiebra de Lehman Brothers. La razón es que la presión cambiaria era enorme. Bajar la tasa en esa coyuntura implicaba una mayor depreciación, una mayor inflación y potencialmente un mayor colapso bancario.

No obstante, el Perú fue el país que más redujo su tasa, a 1.25 %, después de Chile que la bajó a 0.5 %, como se aprecia en la figura 5. Una diferencia importante con Chile fue el punto inicial. Chile partió de 10 %, una tasa bastante alta, mientras nosotros partimos de 6.5 %. Por ello no tuvimos tanta necesidad de bajarla rápidamente. Además, Chile se contrajo en 2009, mientras que nosotros todavía crecimos algo.

Otra de las medidas importantes estuvo ligada a los encajes. Revertimos toda subida de encaje hecha en los meses previos, como mostramos en la figura 1. Ahora, en lugar de evitar la entrada de flujos extranjeros, buscábamos más bien que ingresaran. Incluso teníamos instituciones financieras usando el fondo de depósitos del sistema bancario peruano. Además, exoneramos del encaje a los adeudados externos de corto plazo. Otro elemento fueron las operaciones repo con plazos elevados, de hasta un año. Otorgamos préstamos a los bancos con contrapartida, hasta un año y lo hicimos casi al comienzo de la crisis. Para que tengan ustedes una idea, el Banco Central Europeo y la Reserva Federal lo hicieron seis y nueve meses después, respectivamente, es decir, fuimos bastante más agresivos.

Después, para aliviar un poco la presión cambiaria creamos *swaps* de dólares por soles, que eran *non-delivery*. Con este instrumento pudimos absorber parte de la

Figura 6  
Curva de rendimientos de los Bonos del Tesoro Público (en porcentaje)



Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas. Elaboración propia.

demanda de cobertura de quienes invierten en activos peruanos. La idea era darles esta oportunidad y limitar de esta forma la presión en el mercado *spot*. Además, a diferencia de otros países, en el Perú los créditos y depósitos en moneda extranjera son relevantes. También hicimos repos en moneda extranjera para dar liquidez en dólares a la banca.

Bajamos la tasa de interés de referencia de 6.5 % a 6.25 % y fuimos bajando, poco a poco, más y más, pero un punto importante fueron los bonos del gobierno que comenzaron a sufrir caídas en su precio, lo que elevó los rendimientos hasta dos dígitos. Esto iba a causar problemas porque estas tasas impactan en las tasas hipotecarias y en las tasas de crédito a mediano y largo plazo, más que la tasa de política monetaria que fija el BCRP. Entonces, decidimos comprar estos papeles. Como a los bancos los habíamos provisto de liquidez, hicieron la tarea por nosotros, ya que compraron los bonos y con eso subió el precio del bono, bajó el rendimiento y evitamos, al menos, que esta subida fuerte de la tasa de interés de los bonos peruanos se trasladara al mercado hipotecario. En la figura 6 se aprecia cómo los rendimientos de los bonos se disparan en octubre. Anunciamos las compras y comienzan a bajar en noviembre y más aún en diciembre de 2008.

Regresemos a la figura 2, que muestra la intervención en el mercado cambiario. Mientras antes comprábamos, en este episodio vendimos 6,843 millones de dólares en el mercado *spot* y en Certificados de Depósito Reajustables (CDR). Los CDR son un instrumento para absorber presiones cambiarias. Se trata de certifica-

dos de depósitos que pueden comprar los bancos y pagan un interés que se reajusta en función del tipo de cambio. Durante la crisis, todos buscaban protegerse, disminuyendo su exposición al sol.

Vamos reduciendo la tasa de interés durante todo este episodio, pero es importante resaltar que este manejo se dio en un marco de incertidumbre. Uno no sabe si el problema está completamente solucionado, en otro momento sí ha sido más rápido como en el año 2000. En el caso de la pandemia, bajamos rápidamente la tasa de interés en dos momentos de 2.50 a 0.25 casi en tres semanas. Durante la CFG, era necesario inyectar liquidez masivamente desde septiembre de 2008. Inicialmente, las cantidades eran pequeñas y se fueron incrementando conforme el panorama se iba aclarando. Hablamos de miles de millones todos esos meses. El máximo fue en febrero de 2009, y ya en marzo de ese año se redujo significativamente la inyección de liquidez a los bancos.

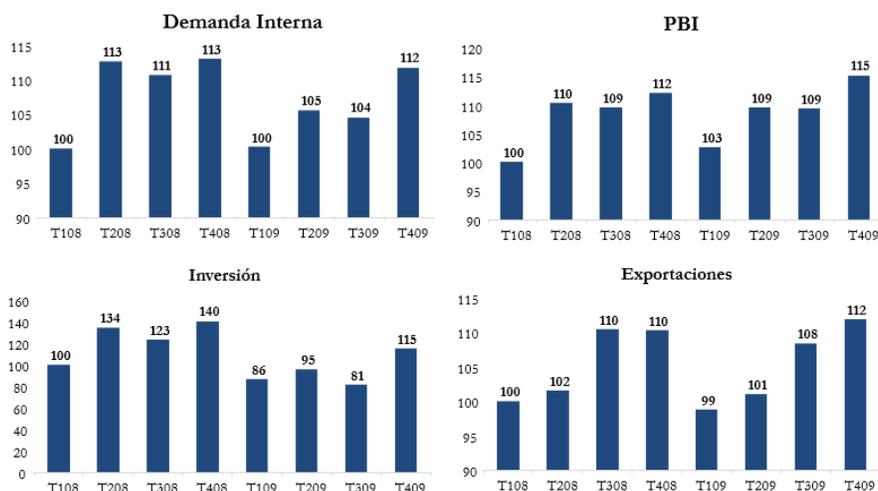
Algo importante de resaltar es que en ese momento creamos un instrumento que recién hemos utilizado a gran escala durante esta crisis de la pandemia. En 2009, abrimos la posibilidad de inyectar dinero a los bancos contra cartera, es decir, que la garantía fuera su propia cartera, castigada obviamente con los *haircuts* correspondientes. Esto es sumamente importante cuando los bancos están asustados de quedarse sin liquidez. En las crisis todo es liquidez, liquidez, liquidez. Nosotros prestamos a los bancos contra papeles del BCRP o papeles del tesoro. En esa oportunidad, les dijimos que estén tranquilos porque estábamos dispuestos a darles préstamos hasta un año inclusive, contra cartera para que de esa forma no estuvieran atesorando la liquidez y no prestando. En el caso de las instituciones microfinancieras creamos un fideicomiso en la Corporación Financiera de Desarrollo (Cofide) porque era más difícil prestarles directamente.

Como se muestra en la figura 7, los resultados fueron bastante buenos. La respuesta de demanda interna y producto bruto interno fue muy rápida. En el cuarto trimestre de 2009 estábamos 12 % encima del primer trimestre de 2008. En PBI e inversión estábamos 15 % por encima. En exportaciones 12 % por encima, es decir, fue una recuperación bastante rápida, mucho más que las de otros países.

La inflación llegó a 6.5 % en 2008, más baja que la del resto de la región, y eso es importante enfatizarlo. Obviamente, se corrigió fuertemente en 2009 por la recesión mundial y la caída de precios de *soft-commodities*. Por ejemplo, el petróleo que nos afecta por el lado de precios es relevante.

En la figura 8 podemos apreciar el resultado en el crédito. El Perú es la línea más alta y creciente. Nos sigue Brasil con sus políticas expansivas y hay países como Chile en donde el crédito cae. En México, el crédito incluso cae ligeramente, y en Colombia crece muy poco. En todo caso, la expansión del crédito fue bastante grande y la colocación de bonos se mantuvo estable en el caso peruano. Entre

Figura 7  
Principales agregados macroeconómicos durante 2008 y 2009 (Índice 2008.I = 100)



Fuente: Banco Central de Reserva del Perú. Elaboración propia.

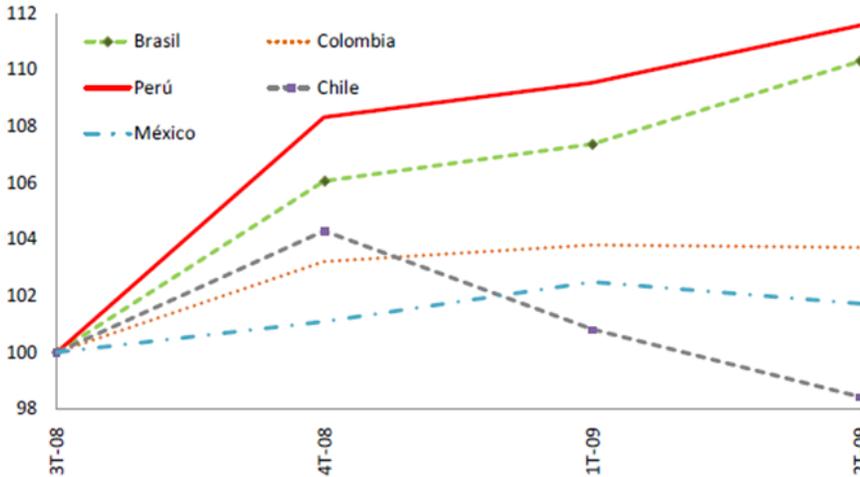
los países de la región con metas de inflación, fuimos los que tuvimos el mejor desempeño en esta dimensión. Mencioné que el gobernador del Banco Central de Brasil tuvo que retirarse en medio de una cena porque los bancos caían. En el Perú, la situación del sistema financiero se mantuvo bastante sólida, sin señales de contagio. La provisión agresiva de liquidez estuvo siempre orientada a que no se incube una crisis financiera como sí comenzó a mostrarse en otros países.

## 5 Lecciones aprendidas

La primera lección es que no es suficiente con la estabilidad macroeconómica para la estabilidad financiera. De allí que la palabra “macroprudencial”, que antes era casi desconocida, ha comenzado a ser cada vez más importante desde la CFG. Varios gobiernos establecieron comités macroprudenciales conformados no solo por los bancos centrales, sino también por los ministerios de economía o hacienda, las superintendencias de bancos, entre otros.

La segunda lección es que si bien estos choques tienen una probabilidad baja, cuando se producen tienen un efecto que puede ser devastador. Los efectos sobre la economía pueden ser altamente no lineales y debemos crear las herramientas para entenderla de esa manera.

Figura 8  
Crédito al sector privado por países (índice, 2008.III = 100)



Fuente: Bancos centrales. Elaboración propia.

En tercer lugar, aprendimos que no solo es importante el enfoque microprudencial sino también el macroprudencial. No enfocarse en bancos de manera individual sino como parte de todo un sistema y las interconexiones entre ellos. Asimismo, sabemos que si el crédito hipotecario sube fuertemente a la larga habrá problemas con los que no será fácil lidiar. Dentro de varias medidas posibles, lo que parece funcionar mejor, aunque de manera imperfecta, es limitar el tamaño del préstamo relativo al valor inmueble o relativo al nivel de ingresos de la familia. No obstante, pueden eludirse estas reglas cuando se juntan amigos para subir el nivel de ingresos o al valorizar los inmuebles casas en el momento del *boom*, cuando probablemente el precio esté ostensiblemente elevado. En todo caso, y como cuarta lección, la tasa de interés no es el único instrumento, sino que necesitamos otros instrumentos macroprudenciales.

Una quinta lección, basada en la experiencia de mis años en los que he sufrido varias crisis, es que todas las crisis son distintas. Uno puede tratar de seguir lo que ocurre para sonar la primera señal de alarma y tener la agilidad para responder rápidamente. Se dice que todas las familias normales se parecen entre ellas, mientras que las disfuncionales son cada una distinta de la otra; las crisis también. Si se viene en los próximos años una crisis, probablemente sea distinta de la que hemos experimentado antes y, por ende, las medidas que tengan que tomarse también serán de distinta magnitud, contenido y tal vez incluso de orientación.

Logramos que en 2008 la inflación sea sumamente baja y, a pesar de que la inflación cayó fuera del rango, incluso debajo de 1 % en 2009, recuperamos nuevamente el rango en 2010.

Reitero que “liquidez, liquidez, liquidez” es una parte fundamental para mantener la cadena de pago. Aquí el crédito del sistema financiero se vuelve un factor indispensable. En nuestro caso, el crédito creció más que en otros países y aseguramos que hubiera esta liquidez en los bancos que les permitiera comprar bonos y corregir las distorsiones que están produciéndose en la tasa de interés.

Creo que reducir la volatilidad extrema del tipo de cambio también es una lección, que ciertamente no es practicada por todos los países. Quizás los asiáticos son quienes más lo han hecho. Tal vez las malas experiencias de algunos países de la región como Chile o Colombia con la intervención los desalientan de usar este instrumento.

Finalmente, está la preocupación de siempre sobre la hipertrofia en los mercados financieros. El crédito excesivo de un sector en desmedro de otros causa preocupación porque va a corregirse. Probablemente, la preocupación principal esté en el sector no transable porque después, cuando se vea que caen los precios de los inmuebles, el flujo de capitales que entró para financiar el *boom* va a buscar salir. Esto pasó en Europa del Este, una de las regiones que más sufrió con la quiebra de Lehman Brothers. Allí, los bancos se habían endeudado a través de líneas del exterior con bancos de Suiza o de la zona euro para hacer préstamos hipotecarios. República Checa, Hungría, Polonia sufrieron fuertemente por esta exposición de créditos hipotecarios a cambios en el valor de su moneda.

## Referencias

- Borio, C. (2013). Macroeconomics and the financial cycle: Hamlet without the Prince? *VoxEU & CEPR* (February 2).
- Drehmann, M., Borio, C., & Tsatsaronis, K. (2012). *Characterising the financial cycle: Don't lose sight of the medium term!* (BIS Working Paper n.º 380). Bank for International Settlements.
- Eichengreen, B., & O'Rourke, K. (2012). A tale of two depressions redux. *VoxEU & CEPR* (March 6).
- Laeven, L., & Valencia, F. (2018). *Systemic banking crises revisited* (IMF Working Paper n.º 2018/206). International Monetary Fund.
- Lewis, M. A. (2010). *The big short: Inside the doomsday machine*. New York: W. W. Norton Company.
- White, W. R. (2006a). *Is price stability enough?* (BIS Working Paper n.º 205). Bank for International Settlements.

Julio Velarde

White, W. R. (2006b). *Procyclicality in the financial system: Do we need a new macrofinancial stabilisation framework?* (BIS Working Paper n.º 193). Bank for International Settlements.