

R

EACTIVA Perú

y la

ESTABILIDAD FINANCIERA

RAFAEL NIVÍN*, ELMER SÁNCHEZ**
Y DIEGO CHICANA***

Los autores comentan sobre Reactiva Perú, herramienta fundamental para la recuperación de la actividad económica al proveer financiamiento a bajo costo a las empresas, sobre todo a las medianas y pequeñas. Así, con este programa de inyección de liquidez se evitó un mayor deterioro de la actividad económica, lo que hubiese puesto en riesgo la estabilidad financiera.



* Jefe, Departamento de Investigación Financiera del BCRP
rafael.nivin@bcrp.gob.pe



** Jefe, Departamento de Análisis del Sistema Financiero del BCRP
elmer.sanchez@bcrp.gob.pe



*** Especialista, Departamento de Estabilidad Financiera del BCRP
diego.chicana@bcrp.gob.pe

ANTECEDENTES

El 15 de marzo se decretó el estado de emergencia y el distanciamiento social obligatorio con el objetivo de salvaguardar la salud de las personas ante la crisis sanitaria. Estas medidas, sin embargo, afectaron la capacidad de las empresas para generar ingresos, dificultando el cumplimiento de pagos con sus trabajadores y proveedores.

En este contexto, se diseñó el Programa de Garantías del Gobierno Nacional “Reactiva Perú”, a través del cual el gobierno otorga garantías a los créditos del sistema financiero a las empresas, a la vez que estos créditos son entregados por las entidades financieras al Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) en operaciones de reporte para obtener liquidez. De esta manera, se logró el objetivo de mantener operativo al sector productivo durante el estado de emergencia y se evitó un rompimiento de la cadena de pagos que hubiera tenido consecuencias significativas para la estabilidad del sistema financiero y de la economía, en general.

Para cumplir con este objetivo, el programa incorporó tres características innovadoras que permitieron que las entidades financieras puedan otorgar montos significativos de crédito a tasas históricamente bajas, en un escenario de alta incertidumbre y de caída del PBI. Estos mecanismos son:

- Subastas competitivas de las operaciones de reporte del BCRP en las que las entidades financieras beneficiadas fueron las que ofrecieron cobrar la tasa de interés más baja a las empresas.** Ello permitió que se logre una reducción histórica en las tasas de interés, particularmente para las micro y pequeñas empresas (MYPE).
- Garantía parcial del Gobierno Nacional, que permitió reducir el riesgo de contraparte de los créditos otorgados por las entidades financieras.** Esta medida permitió que los nuevos créditos generados a través del programa Reactiva Perú no sean sujetas a mayores ni-

veles de capital que aquellos que se requieren cuando las entidades del sistema financiero adquieren activos con riesgo soberano¹. Asimismo, incrementó el volumen de activos elegibles para que las entidades financieras puedan acceder a operaciones de reporte con el BCRP.

c. **Criterios de elegibilidad simples en función del cumplimiento pasado de las empresas de sus obligaciones tributarias y financieras.**

Estos criterios permitieron que los créditos lleguen a empresas viables, es decir, que hayan estado operando normalmente antes del choque del COVID-19, lo que reduce la morosidad esperada de los créditos en este programa.

LOGROS DEL PROGRAMA

El programa ha permitido que las entidades financieras:

- Expandan el crédito al sector privado en 14 por ciento en setiembre, principalmente a las MYPE, con lo que el crédito fue contracíclico. Ello permitió mantener el funcionamiento de la cadena de pagos de la economía.
- Fortalezcan su posición patrimonial. Reactiva ha reducido la probabilidad de no pago de un gran número de deudores, con lo que se ha logrado limitar el impacto del COVID-19 en la calidad de la cartera de las entidades financieras.
- Incrementen su liquidez. Reactiva facilitó la masiva inyección de liquidez por parte del BCRP, lo que se reflejó en un incremento de activos líquidos de todas las entidades financieras participantes.

RESULTADOS DEL PROGRAMA REACTIVA

Al 30 de setiembre de 2020, a través del programa Reactiva Perú, se ha concedido garantías estatales a créditos empresariales por S/ 56 428 millones.

De este monto, S/ 50 799 millones se encuentran íntegramente garantizados por el Gobierno Nacional y lo restante fue financiado con recursos de las

CUADRO 1 ■ **Créditos del sistema financiero 1/ y créditos de Reactiva garantizados por el Gobierno 2/**

| Segmento | Saldo (millones de S/) | | | Número de deudores 3/ | |
|-----------------|------------------------|---------------------------|-------------------------------|-----------------------|-------------------|
| | Sistema financiero | Programa Reactiva | | Sistema financiero | Programa Reactiva |
| | | Monto de crédito otorgado | Monto del crédito garantizado | | |
| Corporativo | 71 831 | 2 203 | 1 772 | 717 | 252 |
| Grande | 59 834 | 16 534 | 13 995 | 3 473 | 2 668 |
| Mediana | 62 926 | 20 638 | 18 803 | 42 802 | 25 766 |
| MYPE: | 55 807 | 17 052 | 16 228 | 2 698 760 | 448 961 |
| Pequeña | 42 601 | 12 519 | 11 835 | 597 322 | 109 102 |
| Microempresa | 13 205 | 4 533 | 4 394 | 2 108 264 | 339 859 |
| Total 3/ | 250 397 | 56 428 | 50 799 | 2 744 333 | 477 647 |

1/ INFORMACIÓN DE BALANCES DE COMPROBACIÓN Y REGISTROS CREDITICIOS DE SETIEMBRE DE 2020.

2/ INFORMACIÓN DE CERTIFICADOS GARANTIZADOS EMITIDOS POR COFIDE AL BCRP AL 30 DE SETIEMBRE.

3/ PARA EL TOTAL, SE CONTABILIZA UNA VEZ A CLIENTES CON MÁS DE UN TIPO DE CRÉDITO.

¹ Para ello, la Superintendencia de Banca, Seguros y AFP del Perú (SBS) precisó que a los créditos cubiertos por la garantía estatal no se les aplica ni los requerimientos de capital por riesgo de crédito ni los límites de concentración de cartera, sino solo un requerimiento bajo de provisión genérica correspondiente a los créditos corporativos.

mismas entidades financieras. El saldo de créditos garantizados a fines de agosto equivale al 23,1% de la cartera de créditos a empresas de las entidades participantes.

Por tamaño de empresa, se observa que, a pesar de su menor tamaño, las MYPE accedieron al 31,9% de los créditos del programa Reactiva Perú, cifra mayor a la participación de sus créditos en el total de créditos a las empresas (22,3%) otorgados por el sistema financiero. A fines de setiembre, el programa benefició a 477 647 empresas, de las cuales 448 961 fueron MYPE (94% de las empresas beneficiarias).

El programa Reactiva Perú potenció la transmisión de la reducción de la tasa de interés de referencia del BCRP al resto de tasas del sistema financiero. En abril, el Banco Central redujo dicha tasa a un nivel mínimo histórico de 0,25%. Esta medida incidió en primera instancia en una reducción de las tasas de interés para los corporativos en abril, mientras que el programa contribuyó a la reducción del resto de tasas de interés de los créditos del sistema financiero a partir de mayo, especialmente en los créditos otorgados a las micro y pequeñas empresas con plazos mayores a 360 días. El grupo de empresas más beneficiado con la reducción de tasas fueron las pequeñas y microempresas.

ANÁLISIS CONTRAFACTUAL DEL PROGRAMA REACTIVA

El programa Reactiva Perú ha permitido preservar la estabilidad financiera y ha facilitado una recuperación más rápida de la actividad económica.

Para hacer una evaluación del impacto de dicho programa sobre la actividad económica, se ha efectuado un análisis contrafactual a través de la metodología de *Growth at Risk* (GaR).

La metodología *Growth at Risk*² permite estimar la distribución futura del crecimiento del PBI a partir de su relación con variables tanto del sector real de la economía como de los distintos segmentos del mercado financiero. A partir de la distribución del crecimiento del PBI obtenida bajo esta metodología, se puede analizar no solo el valor más probable del PBI en el futuro, sino también los valores del crecimiento del PBI con baja probabilidad de ocurrencia pero que podrían tener alto impacto. Esto último es de particular importancia, puesto que permitirá

evaluar escenarios adversos que podrían tener implicancias en la estabilidad financiera y económica.

Bajo dicha metodología, la distribución futura del PBI se obtiene a partir de un modelo de Regresión por Cuantiles, utilizando como factores determinantes a las distintas variables que caracterizan el mercado financiero y el sector real de la economía. Dada la gran cantidad de variables utilizadas en esta metodología, se necesita, en primer lugar, agruparlas en factores que representen los distintos segmentos del mercado financiero, lo cual se realiza a través de un modelo de Proyección Ortogonal a Estructuras Latentes (O-PLS, por sus siglas en inglés)³.

Para el caso peruano, se definen 5 factores que representan i) el mercado crediticio (por ejemplo, crecimiento del crédito a empresas), ii) el mercado financiero (por ejemplo, *spread* de riesgo soberano y volatilidad de la Bolsa de Valores de Lima-BVL), iii) la fortaleza financiera (por ejemplo, el patrimonio efectivo y la utilidad neta), iv) las condiciones financieras externas (por ejemplo, el índice VIX y el precio del cobre) y v) el entorno macroeconómico (por ejemplo, los términos de intercambio). La información utilizada para este análisis corresponde al periodo entre el tercer trimestre de 2005 y segundo trimestre de 2020.

A través del modelo *Growth at Risk*, se puede utilizar la relación estimada entre la distribución del crecimiento del PBI y sus factores determinantes para implementar un ejercicio contrafactual que permita evaluar el impacto del programa Reactiva Perú sobre el PBI. Este análisis implica la comparación de la distribución futura del crecimiento del PBI, considerando el crecimiento observado del crédito (que incluye a Reactiva) con respecto a un escenario alternativo de crecimiento del crédito sin el programa. La diferencia entre ambos escenarios representaría una medida del efecto de Reactiva Perú en la actividad económica.

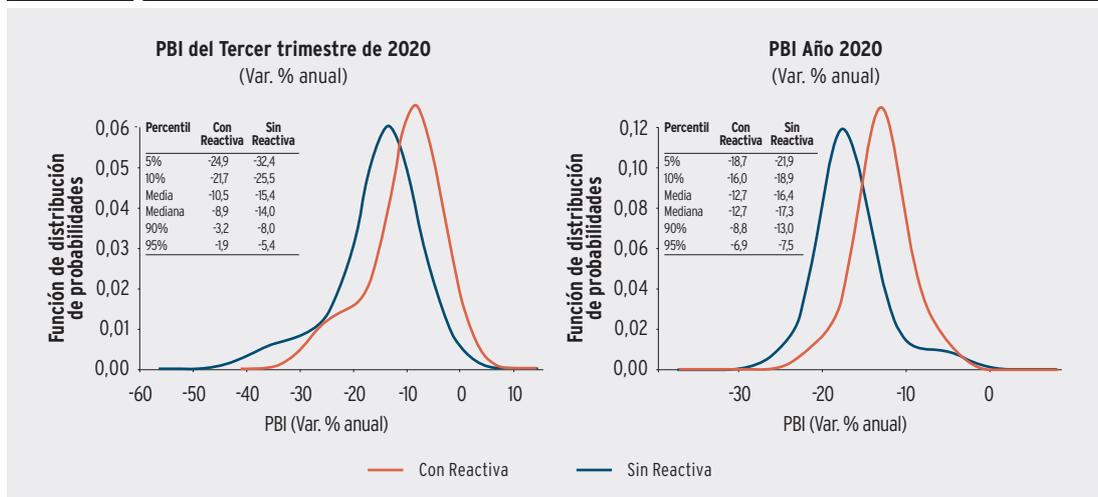
Para implementar este análisis contrafactual, se utiliza la información disponible de todas las variables del modelo al segundo trimestre del año 2020 y se realiza una proyección de la distribución del PBI para los siguientes dos trimestres del año, lo que correspondería a la distribución del PBI en el escenario con el programa Reactiva. El siguiente paso es reemplazar el dato de crédito a empresas observado en el segundo trimestre de 2020 por su valor implícito en

CUADRO 2 ■ Factores que representan los distintos segmentos del mercado financiero y el sector real

| Factor | Mercado crediticio | Mercado financiero | | Fortaleza financiera | | Condiciones financieras externas | | Entorno macroeconómico |
|-----------|---------------------------|--------------------|----------------------------|----------------------|---------------------------------|----------------------------------|----------------------|------------------------|
| Target | Crédito a empresas | Crédito a empresas | | Crédito a empresas | | Crédito a empresas | | PBI |
| Variables | Crédito a empresas | EMBIG | AFP: retorno fondo 2 | Margen financiero | Dependencia del | Cobre | VIX | Términos de |
| | Deuda promedio de consumo | CDS | Diferencial nodo 10 | Gastos operativos | fondeo externo | S&P500 | Global <i>spread</i> | intercambio |
| | | Retorno IGBVL | Tenencias de no residentes | Utilidad neta | Activos líquidos/ Pasivos de CP | USA <i>Spread</i> | Index | Inflación |
| | | Volatilidad BVL | | Patrimonio efectivo | | | | Tipo de cambio |
| | | Liquidez BVL | Renta fija privada | | | | | Estímulo monetario |

² Información adicional sobre la metodología *Growth at Risk* se puede obtener en Adrian, Boyarchenko y Gianone (2019), Prasad et al (2019) y Gondo (2020).
³ A diferencia de un modelo de componentes principales, el modelo O-PLS permite extraer un factor común a cada grupo considerando la correlación de dichas variables con respecto a una variable objetivo (*target*), lo que permite incrementar el poder predictivo del factor resultante.

GRÁFICO 1 ■ Análisis contrafactual del programa Reactiva Perú: proyección del PBI



el escenario sin Reactiva⁴. Dado que en este escenario alternativo uno de los factores determinantes de la proyección del PBI ha cambiado, el modelo *Growth at Risk* generará una nueva estimación de la distribución del crecimiento del PBI para los siguientes dos trimestres del año, lo que correspondería a la distribución del PBI en el escenario sin Reactiva.

Comparando la distribución futura del PBI en el escenario base (con Reactiva) y escenario contrafactual (sin Reactiva), se puede observar en el siguiente gráfico que, sin el programa, la proyección media del PBI del tercer trimestre habría disminuido de -10,5% anual a -15,4% anual, mientras que la proyección media de crecimiento del año 2020 se hubiera reducido de -12,7% a -16,4% en términos anuales.

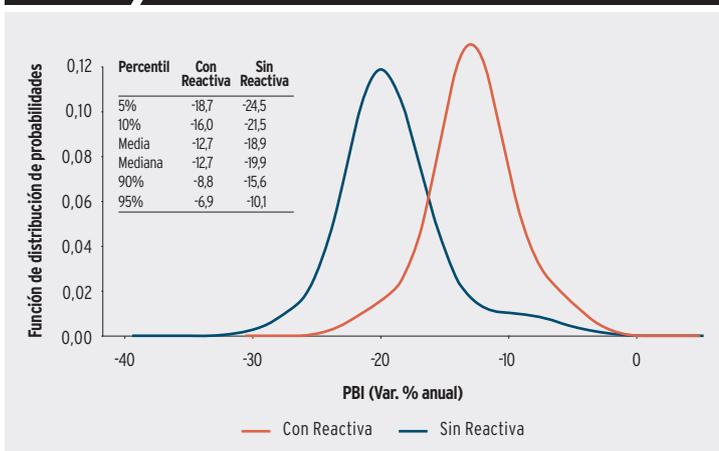
Adicionalmente, Reactiva Perú ha reducido los efectos de un escenario negativo extremo. Así, en el escenario negativo con 5% de probabilidad de ocurrencia, el PBI del tercer trimestre se habría contraído -24,9% anual con Reactiva, mientras que, sin Reactiva, habría disminuido en -32,4% anual.

El efecto del programa Reactiva Perú en el PBI sería aún más potente si se considera que ha evitado un potencial escenario de riesgo extremo. Así, en un escenario alternativo extremo sin Reactiva, en el que para el tercer trimestre se hubiese registrado un crecimiento del PBI correspondiente al percentil 10% de dicha distribución (-25,5%), se habría registrado una contracción del PBI de -18,9% en el año 2020, lo que es significativamente inferior a la proyección del escenario base (con Reactiva). Así, el presente programa, al impulsar el crecimiento del crédito, ha evitado un deterioro significativo de la actividad económica que podría haber vulnerado la estabilidad del sistema financiero.

CONCLUSIONES

El programa Reactiva Perú ha permitido mantener la cadena de pagos al proveer de crédito a bajo costo a

GRÁFICO 2 ■ Proyección del PBI año 2020: escenario extremo*



* LA DISTRIBUCIÓN DEL PBI EN EL ESCENARIO SIN REACTIVA CONSIDERA EL PERCENTIL 10% INFERIOR PARA EL 3T2020.

las empresas, sobre todo a las medianas y pequeñas, lo que generó que puedan sostenerse durante el periodo de emergencia sanitaria por la pandemia del COVID-19. Asimismo, como se ha mostrado en el análisis contrafactual, Reactiva Perú ha evitado un mayor deterioro de la actividad económica que hubiese puesto en riesgo la estabilidad del sistema financiero.

REFERENCIAS:

- Adrian, T., Boyarchenko, N., y Giannone, D. (2019). Vulnerable Growth. *American Economic Review*, vol. 109(4), p. 1263-1289, American Economic Association.
- Prasad, A., Elekdag, S., Jeasakul, P., Lafarguette, R., Alter, A., Xiaochen Feng, A., y Wang, Ch. (2019). *Growth at Risk: Concept and Application in IMF Country Surveillance*. IMF Working Papers 2019/036. International Monetary Fund.
- Gondo, R. (2020). *Vulnerabilidad financiera y escenarios de riesgo del PBI usando Growth at Risk (GaR)*. Documento de Trabajo N.º 2020-001. Working Paper series. Banco Central de Reserva del Perú.

⁴ En el escenario contrafactual se considera una contracción de los créditos a las empresas para el segundo trimestre.