

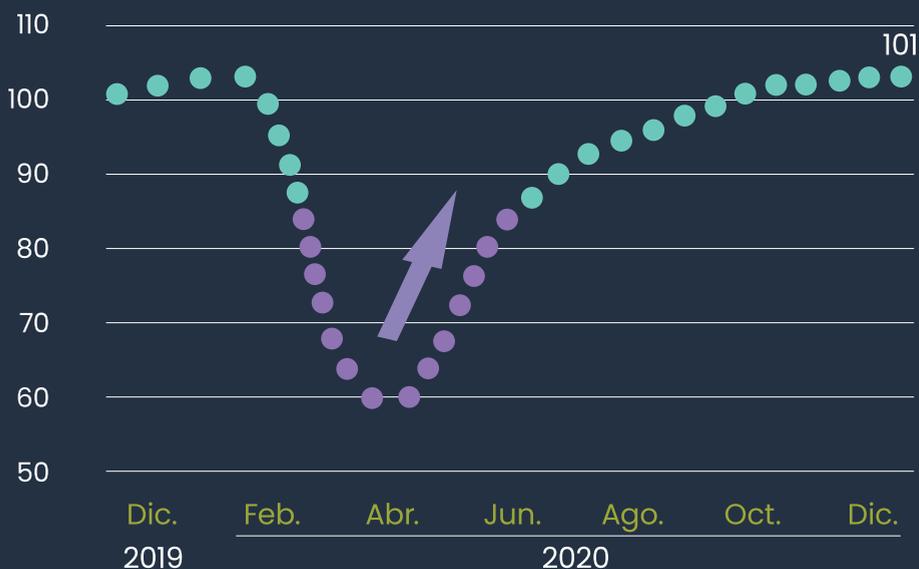


BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

Reactiva:

Diseño y resultados

PBI - Nivel desestacionalizado (Dic.2019 = 100)



Reactiva:

Diseño y resultados



BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ

**REACTIVA:
DISEÑO Y RESULTADOS**

Editores:

Carlos Montoro
José Luis Bustamante
Marco Vega

Diseño y diagramación:

Eduardo Huachani

Revisión y corrección de estilo:

Virginia Rey Sánchez

Editado por:

Banco Central de Reserva del Perú
Jr. Santa Rosa 441-445, Lima-Lima, Perú
RUC: 20122476309

Primera edición: Julio 2025

Tiraje: 500 ejemplares

Impreso por: Chug Delgado Beatriz Dora
Calle Felipe Huamán Poma de Ayala 757,
San Martín de Porres –Lima, Perú
Junio de 2025

Hecho el Depósito Legal en la Biblioteca Nacional del Perú N.º 2025-06591

ISBN: 978-9972-53-081-4

Lima-Perú, 2025

Índice general

Índice de gráficos.....	4
Índice de cuadros.....	5
Índice de recuadros.....	6
Índice de gráficos en recuadros.....	7
Índice de cuadros en recuadros.....	8
Acrónimos	9
Prólogo	11
Prefacio	13
Introducción	15
Capítulo 1 : Contexto para el inicio del Programa Reactiva Perú.....	23
1.1 Antecedentes económicos pre-COVID-19.....	23
1.2 Impacto del COVID-19 en la economía	25
1.3 Respuesta en el Perú a la pandemia del COVID-19.....	42
Capítulo 2 : Diseño del Programa Reactiva Perú para enfrentar la pandemia.....	47
2.1 Creación del Programa Reactiva Perú	47
2.2 Bases para el diseño del programa.....	49
2.3 Objetivo y elementos distintivos del programa	57
2.4 Discusión interna respecto al diseño del programa.....	74
2.5 Adaptación y coordinación en el programa.....	76
Capítulo 3 : Implementación del Programa Reactiva Perú.....	79
3.1 Cronología de la implementación de Reactiva Perú.....	79
3.2 Inyección de liquidez y garantía del Gobierno	85
3.3 Flujo operativo del Programa Reactiva Perú.....	89
3.4 Resultados de las subastas de repos con garantía	94
3.5 Reprogramaciones del Programa Reactiva Perú	102
Capítulo 4 : Impacto macroeconómico y sectorial.....	112
4.1 Impacto en el crédito.....	114
4.2 Impacto en tasas de interés.....	126
4.3 Impacto en la tasa de interés de referencia sombra	128
4.4 Impacto en la estabilidad del sistema financiero.....	129
4.5 Impacto en la inclusión financiera.....	133
4.6 Efecto en el PBI y la economía nacional.....	134
Capítulo 5 : Impacto en las empresas.....	142
5.1 Impacto en el empleo a nivel agregado.....	143
5.2 Impacto en el empleo a nivel de empresas.....	148
5.3 Impacto en ventas	153
5.4 Impacto sobre rentabilidad de las empresas.....	159
5.5 Estudios de casos particulares.....	161
Capítulo 6 : Percepción sobre el Programa Reactiva Perú.....	164
6.1 Principales observaciones al programa	164
6.2 Opinión internacional respecto al programa.....	176
6.3 Percepciones sobre el programa en los medios de comunicación	180
Capítulo 7 : Lecciones aprendidas y recomendaciones.....	188
Bibliografía	191
Anexo I: Tesis consideradas para el análisis de casos particulares.....	195
Anexo II: Anexo metodológico sobre el Recuadro 10: Evolución del honramiento de los créditos del programa Reactiva Perú.....	198

Índice de gráficos

Gráfico 1-1:	Número de fallecidos diarios por COVID-19.....	26
Gráfico 1-2:	Línea de tiempo de las medidas implementadas entre mayo y junio 2020	43
Gráfico 1-3:	Saldo de operaciones de inyección del BCRP.....	44
Gráfico 1-4:	PBI desestacionalizado.....	46
Gráfico 2-1:	El COVID-19 y el riesgo de ruptura de la cadena de pagos.....	48
Gráfico 2-2:	Opciones para los préstamos garantizados.....	75
Gráfico 3-1:	Organigrama general del BCRP.....	90
Gráfico 3-2:	Flujo operativo de las operaciones de reporte con garantía de Gobierno.....	92
Gráfico 3-3:	Evolución de la demanda por fondos Reactiva de parte de entidades financieras.....	97
Gráfico 4-1:	Crisis del COVID-19: Dinámica económica y acciones de política.....	114
Gráfico 4-2:	Crédito del sector privado: agosto de 2020.....	115
Gráfico 4-3:	Crédito del sector privado: diciembre de 2020.....	116
Gráfico 4-4:	Crédito a empresas privadas: diciembre de 2020.....	116
Gráfico 4-5:	Crédito total y PBI.....	117
Gráfico 4-6:	Crecimiento de los créditos en diciembre 2020.....	118
Gráfico 4-7:	Crédito a las empresas.....	119
Gráfico 4-8:	Crédito Reactiva Perú por región	125
Gráfico 4-9:	Número de beneficiados por región.....	126
Gráfico 4-10:	Tasas de interés en moneda nacional.....	127
Gráfico 4-11:	FTAMN, tasa de referencia y tasa de referencia sombra.....	128
Gráfico 4-12:	Ratio de liquidez ajustado del sistema financiero.....	130
Gráfico 4-13:	PBI real: 2019-2020.....	135
Gráfico 4-14:	PBI en niveles.....	137
Gráfico 4-15:	Análisis contrafactual del Programa Reactiva Perú: proyección trimestral del PBI.....	138
Gráfico 4-16:	PBI año 2020, considerando percentil 10 por ciento inferior en el tercer trimestre.....	139
Gráfico 4-17:	Crecimiento del PBI, considerando escenario actual y el escenario sin la intervención del Programa Reactiva Perú (escenario contrafactual).....	140
Gráfico 5-1:	Puestos de trabajo formales.....	147
Gráfico 5-2:	Efectos de Reactiva en empleo.....	151
Gráfico 5-3:	Efectos de Reactiva en empleo según tamaño de empresa.....	152
Gráfico 5-4:	Variación porcentual de ventas anuales totales de las empresas según acceso al Programa Reactiva.....	154
Gráfico 5-5:	Variación porcentual de ventas anuales totales de las empresas según acceso al Programa Reactiva y tamaño de empresa.....	155
Gráfico 5-6:	Efectos de Reactiva en ventas.....	157
Gráfico 5-7:	Efectos de Reactiva en ventas según tamaño de empresa.....	157
Gráfico 5-8:	Variación porcentual del margen bruto anual de las empresas según acceso al Programa Reactiva.....	159
Gráfico 5-9:	Variación porcentual del margen bruto anual de las empresas según acceso al Programa Reactiva y tamaño de empresa.....	160
Gráfico 5-10:	Redes de coocurrencias entre palabras claves en las tesis estudiadas.....	162
Gráfico 6-1:	Inflación: Global, países desarrollados y economías emergentes.....	170
Gráfico 6-2:	Inflación: Perú.....	171
Gráfico 6-3:	Inflación de diciembre 2024 y metas de inflación.....	172
Gráfico 6-4:	Descomposición histórica de la inflación - Perú.....	173
Gráfico 6-5:	Menciones de bancos de inversión al Programa Reactiva Perú.....	177
Gráfico 6-6:	Menciones del Fondo Monetario Internacional al Programa Reactiva Perú.....	178
Gráfico 6-7:	Comportamiento del indicador agregado de sentimientos sobre Reactiva.....	181
Gráfico 6-8:	Indicador de sentimiento positivo contrafactual sin comunicación del BCRP.....	182
Gráfico 6-9:	Aporte del BCRP al indicador de sentimiento positivo.....	183

Índice de cuadros

Cuadro 1-1:	Perú: Indicadores macroeconómicos.....	23
Cuadro 2-1:	Comparación de créditos garantizados.....	59
Cuadro 3-1:	El proceso de creación de Reactiva Perú en un contexto de política monetaria expansiva.....	81
Cuadro 3-2:	Memorando modelo de convocatoria a subasta de repo de Garantía.....	93
Cuadro 3-3:	Resumen de resultados: Reactiva Perú.....	94
Cuadro 3-4:	Resumen de resultados: Fase 1 de Reactiva Perú.....	95
Cuadro 3-5:	Resumen de resultados: Fase 2 de Reactiva Perú.....	96
Cuadro 3-6:	Resumen de resultados: primera reprogramación de Reactiva Perú.....	104
Cuadro 3-7:	Cancelación de repos por segunda reprogramación.....	105
Cuadro 4-1:	Créditos Reactiva Perú por tamaño de empresa.....	115
Cuadro 4-2:	Reactiva Perú y deuda en el sistema financiero.....	120
Cuadro 4-3:	Créditos Reactiva Perú por montos.....	121
Cuadro 4-4:	Créditos Reactiva Perú por tamaño de empresa.....	121
Cuadro 4-5:	Flujo de créditos Reactiva Perú por sector económico.....	123
Cuadro 4-6:	Créditos empresariales por sector económico.....	124
Cuadro 4-7:	Indicadores de solvencia.....	131
Cuadro 4-8:	Empresas beneficiarias de Reactiva Perú: Indicadores de morosidad por segmento y grupo de entidad.....	132
Cuadro 4-9:	Inclusión financiera de Reactiva Perú.....	134
Cuadro 4-10:	Producto bruto interno.....	136
Cuadro 5-1:	Puestos de trabajo formales.....	143
Cuadro 5-2:	Indicadores de empleo nacional.....	144
Cuadro 5-3:	Empresas y empleo con Reactiva.....	144
Cuadro 5-4:	Empleo por tamaño de empresa en Reactiva: A marzo de 2021.....	145
Cuadro 5-5:	Empresas que reportan empleo y puestos formales: A marzo de 2021.....	145
Cuadro 5-6:	Empresas del sector servicios en Reactiva y puestos formales: A marzo de 2021.....	146
Cuadro 5-7:	Puestos de trabajo.....	147
Cuadro 5-8:	Puestos formales en el sector privado según tipo de empresa.....	148
Cuadro 5-9:	Puestos formales según sector productivo.....	148
Cuadro 5-10:	Estudios que evalúan el efecto de Reactiva en el empleo.....	149
Cuadro 5-11:	Efectos de Reactiva en empleo.....	151
Cuadro 5-12:	Efectos de Reactiva en empleo según sector económico.....	153
Cuadro 5-13:	Efectos de Reactiva en ventas.....	156
Cuadro 5-14:	Efectos de Reactiva en ventas según sector económico.....	158
Cuadro 5-15:	Estadísticos varios de las empresas estudiadas en las tesis por porcentaje de garantía de los préstamos.....	163
Cuadro 5-16:	Préstamos otorgados por sector.....	163
Cuadro 6-1:	LATAM: Cambios en las calificaciones de riesgo soberano entre febrero y diciembre de 2020.....	179

Índice de recuadros

Recuadro 1: Medidas de contención para enfrentar la pandemia.....	28
Recuadro 2: Impacto de la pandemia del COVID-19 en el PBI.....	32
Recuadro 3: Las epidemias y el crecimiento mundial: evidencia reciente.....	38
Recuadro 4: ¿Cómo se compara Reactiva con otros programas crediticios respaldados por garantía estatal?.....	55
Recuadro 5: Calibración de los criterios de acceso.....	62
Recuadro 6: Aspectos jurídicos para la implementación del Programa Reactiva Perú.....	64
Recuadro 7: Opinión del BCRP sobre la necesidad de un mecanismo de inyección de liquidez en respuesta a la pandemia del COVID-19.....	83
Recuadro 8: La implementación de las operaciones de reporte con garantía.....	87
Recuadro 9: La operatividad del Programa Reactiva Perú.....	98
Recuadro 10: Evolución del honramiento de los créditos Reactiva.....	107
Recuadro 11: Mejoras implementadas durante la vigencia de Reactiva.....	174
Recuadro 12: Modelo de clasificación de noticias sobre Reactiva.....	184

Índice de gráficos en recuadros

Gráfico R1-1: Índice de severidad de las medidas gubernamentales frente al COVID-19.....	29
Gráfico R1-2: Índice de movilidad local.....	30
Gráfico R2-1: Perú: Mayores contracciones del PBI trimestral.....	32
Gráfico R2-2: Mayores contracciones registradas de PBI trimestral de Perú según episodio.....	33
Gráfico R2-3: Perú: PBI mensual.....	34
Gráfico R2-4: Mayores contracciones registradas de PBI mensual de Perú según episodio.....	34
Gráfico R2-5: PBI de 2020 y fases de reanudación de actividades.....	35
Gráfico R2-6: PBI de 2020 por países de Latinoamérica.....	36
Gráfico R3-1: Crecimiento del PBI per cápita mundial durante eventos de recesión.....	38
Gráfico R3-2: Descomposición del PBI en niveles para el caso peruano.....	39
Gráfico R3-3: Mayores contracciones trimestrales del PBI desde 2000 en el mundo.....	40
Gráfico R3-4: PBI proyectado vs. PBI ejecutado: Efecto del Ébola en África.....	41
Gráfico R4-1: Impactos del COVID-19 según tamaño de empresas.....	55
Gráfico R4-2: Tamaño de programas de garantía estatal por país a octubre 2020.....	56
Gráfico R4-3: Garantías colocadas por tamaño de firmas.....	57
Gráfico R5-1: Estructura del Programa Reactiva Perú.....	62
Gráfico R10-1: Diagramas de dispersión de crecimiento y ratio de honramientos y vencidos, por sector económico.....	110
Gráfico R10-2: Estado actual del crédito Reactiva.....	111

Índice de cuadros en recuadros

Cuadro R2-1: Crecimiento del PBI por sectores	36
Cuadro R9-1: Reprogramación de créditos garantizados bajo el Programa Reactiva Perú con operaciones repo del BCRP y con fondos de las EP.....	101
Cuadro R10-1: Honramiento de créditos Reactiva por fase del programa y fase de reprogramación.....	107
Cuadro R10-2: Honramiento de créditos Reactiva por fase del programa y fase de reprogramación.....	108
Cuadro R10-3: Morosidad de créditos Reactiva por segmentos.....	108
Cuadro R10-4: Honramientos y créditos Reactiva por sector económico.....	109
Cuadro R11-1: Rango de créditos por tipo de cobertura de garantía.....	174
Cuadro R12-1: Ejemplos de criterios de clasificación manual para entrenar los modelos.....	186

Acrónimos

BCRP: Banco Central de Reserva del Perú.
CPP: Con Problemas Potenciales (en el sistema financiero).
COFIDE: Corporación Financiera de Desarrollo S.A.
COMC: Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias.
DATATEC: Datos Técnicos S.A.
DLCOI: Departamento de Liquidación y Control de Operaciones Internas.
DNI: Documento Nacional de Identidad.
DOMC: Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias.
ECB: European Central Bank (Banco Central Europeo)
EP: Entidades Financieras Participantes.
ESF: Empresas del Sistema Financiero.
EUA: Estados Unidos de América.
EsSalud: Seguro Social de Salud del Perú.
FAE-MYPE: Fondo de Apoyo Empresarial a la MYPE.
Fed: Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos.
FTAMN: Tasa de interés promedio en moneda nacional del flujo de nuevos créditos.
FNG: Fondo Nacional de Garantías de Colombia.
FOGAPE: Fondo de Garantías para Pequeños Empresarios.
GTI: Gerencia de Tecnología de la Información.
IGV: Impuesto general a las ventas.
MEF: Ministerio de Economía y Finanzas.
MINSA: Ministerio de Salud.
MYPE: Micro y Pequeñas Empresas.
MIPYMES: Micro, pequeñas y medianas empresas.
PBI: Producto Bruto Interno.
RAR: Ratio de alto riesgo.
RCC: Reporte crediticio consolidado.
RUC: Registro Único de Contribuyentes.
SBS: Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones.
SIB-FTP: Sistema de interconexión bancaria.
SIMC: Sistema de instrumentos monetarios y cambiarios.
SMV: Superintendencia del Mercado de Valores.
SUNAT: Superintendencia Nacional de Aduanas y Administración Tributaria.
UIT: Unidad Impositiva Tributaria.

PRÓLOGO

Han pasado cinco años desde la irrupción de una de las mayores crisis sanitarias que ha enfrentado la humanidad desde el siglo XIV. Por su magnitud y velocidad de propagación, la pandemia de COVID-19 fue reconocida rápidamente por la Organización Mundial de la Salud como una emergencia de salud pública de importancia internacional. El mundo no estaba preparado para un evento de semejante escala. Más de siete millones de vidas se perdieron y la actividad económica global se paralizó abruptamente, poniendo en riesgo la operatividad de las empresas y afectando seriamente el nivel de vida de millones de familias.

Cada país respondió desde su propia realidad. Las medidas adoptadas reflejaron no solo las capacidades estatales, sino también la incertidumbre generalizada ante un fenómeno sin precedentes en la historia reciente. En el Perú, el confinamiento establecido en marzo de 2020 fue uno de los más estrictos del mundo. Por ejemplo, España aplicó medidas de prevención y control selectivamente, es decir, definiendo qué sectores debían suspender labores para mitigar el impacto de la pandemia. En contraste, en el Perú se dispuso una paralización transversal, con excepción de un conjunto acotado de actividades esenciales. La magnitud del cierre se reflejó en una contracción del PBI del 30 por ciento en el segundo trimestre del año. En otros países de la región, los confinamientos fueron menos estrictos, y las caídas económicas de dicho trimestre, menos pronunciadas (Uruguay 15 por ciento; Argentina 19 por ciento; Brasil 10 por ciento).

Para reactivar la economía y aliviar la situación de las familias, los gobiernos implementaron programas de estímulo fiscal y monetario. En nuestro caso, el Banco Central de Reserva del Perú (BCRP) redujo rápidamente la tasa de interés de referencia a su nivel más bajo desde la adopción del régimen de metas explícitas de inflación. Asimismo, puso en marcha medidas de inyección de liquidez y redujo las tasas de encaje en moneda nacional y extranjera. Sin embargo, dado el clima de incertidumbre reinante y la interrupción de la actividad económica causada por el confinamiento, era poco probable que las entidades financieras estuvieran dispuestas a movilizar recursos, vía crédito, hacia el sector productivo sin contar con el respaldo de una garantía parcial.

Ante esta situación, el BCRP vio la necesidad de crear un programa que proporcionara capital de trabajo a las empresas y asegurara la continuidad del sistema de pagos. Fue en ese contexto que nació Reactiva Perú. Su estructura fue clara y coordinada: el BCRP proporcionaba liquidez al sistema financiero mediante subastas competitivas; el Gobierno garantizaba los créditos; las entidades financieras los evaluaban y desembolsaban a las empresas; y COFIDE administraba el programa.

A pesar de las políticas adoptadas en el Perú, la incertidumbre sobre la duración y eficacia de las medidas de contención, la deficiente infraestructura sanitaria, la insuficiente red de protección social y la elevada informalidad laboral tuvieron graves consecuencias en la capacidad de gasto de las familias. En particular, el sector informal fue duramente golpeado por las medidas de cierre e inmovilización impuestas para limitar los contagios. Ante la imposibilidad de ejercer sus labores cotidianas, y sin ingresos para subsistir, las personas dedicadas a actividades informales—especialmente servicios y comercio— se vieron obligadas a consumir su capital de trabajo. Esto provocó un fuerte aumento de la pobreza, que se elevó al 30 por ciento, tras haberse situado en el 20 por ciento en 2019. La falta de información contable y financiera confiable, así como el escaso historial crediticio de las empresas informales, impidió que programas estatales como Reactiva llegaran directamente y con prontitud a ese sector.

Uno de los aspectos centrales de Reactiva fue su diseño competitivo: el sistema de subastas, mediante el cual las entidades financieras accedían a las operaciones de inyección de liquidez, generaba un incentivo para reducir las tasas de interés aplicadas a las empresas. Pero tan relevante como el mecanismo fue el alcance del programa: del total de créditos desembolsados, el 41 por ciento se dirigió a empresas medianas y el 43 por ciento a pequeñas y microempresas. Las empresas grandes, con mayor acceso al crédito, pudieron financiarse a través del sistema financiero sin recurrir a garantías estatales. En conjunto, Reactiva canalizó créditos garantizados equivalentes al 7,9 por ciento del PBI, un nivel elevado incluso en comparación con varias economías desarrolladas.

Quiero hacer un reconocimiento muy especial a todas las personas que, en medio de la adversidad, trabajaron con profesionalismo y compromiso para que Reactiva funcionara de manera eficaz y oportuna. Entre ellas, quiero recordar con particular gratitud a Renzo Rossini, entonces gerente general del BCRP y amigo entrañable, cuya inteligencia, rigor y liderazgo fueron decisivos en la concepción y el diseño del programa. Renzo fue una de las víctimas de la pandemia. Su partida nos dejó un vacío irreparable, pero su legado continúa vivo entre nosotros, guiando nuestro trabajo diario como una presencia serena, exigente y constante.

Este libro es fruto del esfuerzo coordinado de todas las áreas del BCRP que participaron en la creación, ejecución y evaluación de Reactiva Perú. Su publicación no solo busca documentar la implementación y los resultados del programa, sino también dejar testimonio de una experiencia que mostró que, cuando las instituciones actúan con visión, eficiencia y vocación de servicio, pueden alzarse ante los mayores desafíos en beneficio de la sociedad.

Julio de 2025

Julio Velarde

PREFACIO

Este libro surge como un esfuerzo para documentar y analizar a profundidad el diseño, la implementación y el impacto del Programa Reactiva Perú, concebido en respuesta a la crisis sanitaria y económica desatada por la pandemia de COVID-19. El Banco Central de Reserva del Perú (BCRP), en coordinación con el Ministerio de Economía y Finanzas (MEF), diseñó este programa para movilizar liquidez y recursos crediticios de forma inmediata. Frente a los profundos efectos contractivos en la economía global y local, Reactiva Perú fue un mecanismo ágil y estratégico para evitar el rompimiento de la cadena de pagos y, de esta forma, se mitigaron los riesgos de una recesión prolongada.

En un entorno donde la rapidez y la efectividad fueron cruciales, el Programa Reactiva Perú dejó valiosas lecciones sobre el diseño e implementación de políticas públicas en contextos de alta incertidumbre. A lo largo del texto, se analizan estas lecciones y se presentan recomendaciones prácticas para optimizar su diseño.

La coordinación general para la planificación, redacción y edición del libro estuvo a cargo de Carlos Montoro, José Luis Bustamante y Marco Vega, quienes desempeñaron un papel clave en la integración de diferentes perspectivas y áreas de conocimiento para garantizar la calidad y coherencia del contenido.

El prólogo de este libro fue redactado por el presidente del BCRP, Julio Velarde, quien lideró desde la institución el esfuerzo por crear y luego impulsar el programa.

El Capítulo 1, titulado “Contexto para el inicio del Programa Reactiva Perú”, fue elaborado con la participación de la Gerencia de Política Monetaria, la Gerencia de Información y Análisis Económico, y la Gerencia de Política Económica. Los autores que contribuyeron a su desarrollo fueron Claudia Alvarado, Luis Castillo, Renzo Castellares, Mauricio de la Cuba, Ana Paola Gutiérrez, Rafael Herrada, Jorge Iberico, Carlos Mendiburu, Renzo Pardo, Manuel Ruiz y Juan José Tang.

El Capítulo 2, titulado “Diseño del Programa Reactiva Perú para enfrentar la pandemia”, fue desarrollado por la Gerencia de Política Monetaria, la Gerencia Jurídica y la Gerencia de Política Económica. Contó con la colaboración de Héctor Herrera, Rafael Herrada, José Jiménez, Manuel Ruiz y Marco Vega.

El Capítulo 3, titulado “Implementación del Programa Reactiva Perú”, fue elaborado conjuntamente por la Gerencia de Política Monetaria y la Gerencia de Operaciones Monetarias y Estabilidad Financiera. Contribuyeron en la redacción de sus secciones Alexei Álvarez, Jorge Cerna, Marcelino Cueto, Freddy Espino, Ethel Guerra, Rafael Herrada, Cristina Mundo, Samantha Picoy y Jorge Pozo.

Los Capítulos 4 y 5, titulados respectivamente “Impacto macroeconómico y sectorial” e “Impacto a las empresas”, fueron elaborados por Roger Asencios, Marcos Cerón, Nikita Céspedes, Marcelino Cueto, Rafael Herrada, Elías Minaya, Marthín Morán, Rafael Nivín, Jorge Pozo y Marco Vega.

El Capítulo 6, titulado “Percepción sobre el Programa Reactiva Perú”, fue elaborado por la Gerencia de Política Económica, en conjunto con la Gerencia de Política Monetaria. Los principales colaboradores de este capítulo fueron Rafael Herrada, María Rita Huarancca, Jorge Iberico, Miriam Luna, Carlos Mendiburu, Renzo Pardo, Manuel Ruiz y Marco Vega.

Finalmente, el Capítulo 7, titulado “Lecciones aprendidas y recomendaciones”, fue redactado por Fernando Pérez y Marco Vega.

La revisión general del documento estuvo a cargo de Paul Castillo, Adrián Armas, Héctor Herrera, Jorge Cerna, Jorge Loyola y Ángel Fernández.

Este libro invita al lector a explorar, mediante una revisión exhaustiva de literatura, estudios previos y análisis de datos, tanto los efectos macroeconómicos como las implicancias para las micro, pequeñas y medianas empresas, que encontraron en Reactiva Perú un soporte clave para su continuidad operativa.

INTRODUCCIÓN

Este libro ofrece un recuento detallado del diseño y los resultados del Programa Reactiva Perú, uno de los instrumentos de política económica más relevantes de los últimos años. Reactiva Perú permitió mitigar de manera efectiva los efectos de la crisis generada por el COVID-19 sobre el aparato productivo y la estabilidad del sistema financiero.

El programa fue concebido por el Banco Central de Reserva del Perú y ejecutado con la participación activa de otras instituciones clave: el Ministerio de Economía y Finanzas, encargado de otorgar las garantías a las empresas participantes; la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), responsable de la administración de dichas garantías; y el propio Banco Central, que proporcionó la liquidez necesaria para que las entidades financieras pudieran, en un contexto de crisis, otorgar créditos de capital de trabajo de manera oportuna. De este modo, el Banco Central cumplió cabalmente su mandato de preservar la estabilidad monetaria frente a un evento adverso de gran magnitud que amenazaba con desencadenar una profunda depresión económica en nuestro país.

Reactiva Perú fue un instrumento excepcional, diseñado como una medida de emergencia para prevenir un daño duradero al sector productivo y al sistema financiero. Su diseño incorporó elementos únicos que fueron clave para su éxito, pero que también representaron un desafío importante, dada la elevada incertidumbre y la limitada información disponible sobre las empresas afectadas en ese momento. Uno de los principales retos fue determinar el tamaño adecuado del programa, una tarea compleja, ya que dependía de las futuras necesidades de capital de trabajo de las empresas, a su vez condicionadas por la duración del confinamiento, una variable sobre la cual existía un alto grado de incertidumbre.

A diferencia de otras grandes crisis que ocurren de forma esporádica, pero con efectos profundos —como la Gran Depresión de 1929 o la crisis financiera global de 2007-2008—, la pandemia del COVID-19 afectó de manera directa e inmediata la oferta agregada. Las medidas para contener los contagios del virus, como el distanciamiento social, paralizaron por completo sectores esenciales de la economía. Las actividades que dependían del contacto presencial se desplomaron, y las cadenas de suministro, tanto locales como internacionales, sufrieron interrupciones severas.

En el Perú, la crisis económica provocada por la pandemia se agravó debido a la caída de la economía global, que redujo significativamente las exportaciones. Al mismo tiempo, la abrupta paralización de la actividad productiva afectó gravemente los ingresos de las familias y la liquidez de las empresas. La creciente incertidumbre empeoró aún más la situación, debilitando la confianza de consumidores y negocios. Con menos ingresos y menor acceso a financiamiento, tanto los hogares como las empresas enfrentaron dificultades para cumplir con sus compromisos financieros, lo que a su vez redujo la demanda y la producción en el país.

La cuarentena en el Perú comenzó el 16 de marzo de 2020 y se extendió hasta el 30 de junio, abarcando 107 días. Fue una de las cuarentenas más largas y estrictas del mundo, y tuvo un impacto económico sin precedentes tanto en la historia del país como a nivel global. En términos de magnitud, la contracción económica causada por la pandemia superó con creces la de crisis anteriores. Antes del COVID-19, las mayores caídas trimestrales del PBI peruano se registraron durante la hiperinflación de 1988, el programa de estabilización de 1990 y el Fenómeno El Niño de 1983. Sin embargo, ninguna de ellas se acercó a la caída del 30 por ciento que se produjo en el segundo trimestre de 2020.

Si se analiza la contracción económica a nivel mensual, abril de 2020 destaca como el mes con la mayor caída del PBI registrada hasta la fecha: una disminución interanual de 39,3 por ciento. Ese mismo año concentró, además, cuatro de las diez peores contracciones mensuales desde 1995, superando incluso episodios críticos como la crisis de 1998 —marcada por el Fenómeno El Niño y la crisis financiera internacional— y la de 2000-2001, ocurrida durante el gobierno de transición.

Incluso al compararla con experiencias internacionales, la contracción económica que sufrió el Perú en el segundo trimestre de 2020 fue notablemente más profunda que otras crisis recientes. Superó, por ejemplo, la crisis de Argentina en 2002, provocada por sus severos desequilibrios macroeconómicos; la crisis fiscal de Grecia en 2011; e inclusive

la crisis financiera global que afectó a países como Letonia, México e Islandia entre 2008 y 2009.

En este contexto, se estableció inicialmente un monto de S/ 30 mil millones para el programa Reactiva Perú, equivalente a aproximadamente 4,1 por ciento del PBI. Sin embargo, debido a la prolongación del confinamiento, este monto fue posteriormente duplicado hasta alcanzar los S/ 60 mil millones. De este total, se logró colocar S/ 58 mil millones en créditos, equivalentes a 7,9 por ciento del PBI, convirtiéndose en uno de los programas de inyección de liquidez más significativos de la región. Como resultado, el crédito al sector privado empresarial alcanzó hasta un 23 por ciento de crecimiento interanual durante el 2020.

Reactiva Perú desempeñó un papel fundamental al proveer crédito de manera contracíclica, impulsando una de las tasas de crecimiento del crédito empresarial más altas del mundo en 2020. Su impacto fue particularmente relevante durante los periodos de mayores restricciones sanitarias, en el segundo y tercer trimestre del año. El acceso oportuno al financiamiento permitió que muchas empresas continuaran operando y evitó la ruptura de la cadena de pagos. Como consecuencia, la actividad económica mostró una rápida recuperación, alcanzando en diciembre de 2020 niveles de PBI mensual desestacionalizado similares a los registrados antes de la pandemia. Además, la inflación se mantuvo estable, en torno al 2 por ciento, dentro del rango meta establecido por el Banco Central.

Además de sus efectos directos, Reactiva Perú generó impactos positivos en toda la economía. Al evitar el cierre masivo de empresas, el programa no solo preservó la cadena de pagos, sino que también sostuvo la demanda agregada, beneficiando incluso a aquellas empresas que no accedieron al programa y, en última instancia, a los hogares.

Esta estabilidad redujo la vulnerabilidad de las familias y evitó una espiral de efectos negativos que habría profundizado la recesión. La protección del empleo permitió a los hogares mantener ingresos, lo que sostuvo el consumo y contribuyó a la estabilidad social en un contexto de alta incertidumbre. Además, Reactiva Perú impulsó las ventas empresariales y facilitó la reactivación de la economía en un entorno desafiante, demostrando ser una herramienta efectiva para mitigar el impacto de la crisis sanitaria y acelerar la recuperación económica.

Para el éxito del programa, también era fundamental establecer condiciones de acceso adecuadas para las empresas. El objetivo era permitir la participación del mayor número posible de empresas, asegurando al mismo tiempo que el acceso al

crédito —respaldado por la garantía del Gobierno Nacional— se basara en un criterio objetivo, relacionado con sus necesidades de capital de trabajo. Para ello, se eligió como variable de referencia el volumen de ventas declaradas ante la SUNAT, un indicador que permite identificar la escala de operaciones de las empresas y, por lo tanto, resulta informativo sobre sus necesidades de financiamiento. Asimismo, el porcentaje de las garantías se diseñó para que este beneficiara en mayor medida a las empresas pequeñas, que eran las más vulnerables a la situación de crisis. Así, para los créditos menores a S/ 90 mil, la garantía del Gobierno Nacional alcanzaba 98 por ciento, nivel que se reducía para créditos de mayor tamaño, a 95 por ciento para los créditos hasta S/ 750 mil, 90 por ciento para los créditos hasta S/ 7,5 millones, y 80 por ciento para los créditos hasta S/ 10 millones.

Utilizando este criterio, los créditos de Reactiva Perú beneficiaron a un total de 501 637 empresas, abarcando una amplia gama de sectores económicos. Este apoyo fue crucial para lograr una recuperación rápida del aparato productivo, especialmente en los sectores con mayor concentración de micro y pequeñas empresas (MYPE). De las empresas beneficiarias, 482 899 correspondieron a micro y pequeñas empresas, lo que representó más del 96 por ciento del total.

Otra característica importante del Programa Reactiva Perú fue el esquema de asignación de liquidez implementado por el Banco Central de Reserva del Perú. A diferencia de las operaciones habituales de inyección de liquidez, en las cuales las entidades financieras que ofrecen pagar la tasa de interés más alta obtienen los fondos, en las subastas de Reactiva los recursos se asignaron a aquellas entidades que se comprometieran a cobrar las tasas de interés más bajas en los créditos que otorgaran. Esta modalidad permitió que los créditos para capital de trabajo se canalizaran a tasas mínimas, consistentes con la postura expansiva de la política monetaria, que había llevado la tasa de referencia del BCRP a un mínimo histórico de 0,25 por ciento.

Así, el Programa Reactiva Perú fortaleció la transmisión de la reducción de la tasa de referencia hacia las tasas del sistema financiero, logrando que los créditos otorgados bajo este programa registraran tasas de interés muy inferiores a sus promedios históricos, especialmente en el caso de los créditos de menor tamaño.

Para junio de 2020, apenas un mes después de los primeros desembolsos, las tasas de interés para las empresas más pequeñas ya se habían reducido de manera significativa, ubicándose muy por debajo de sus niveles históricos. Por ejemplo, las microempresas, que antes de la pandemia enfrentaban tasas promedio de 36,1 por

ciento, accedieron a financiamiento a tasas promedio de apenas 3,8 por ciento gracias al programa. De manera similar, las tasas para pequeñas empresas descendieron de un promedio de 21,7 por ciento a 4,3 por ciento.

Estos resultados evidencian que Reactiva Perú no solo apoyó a las micro y pequeñas empresas con montos significativos de financiamiento, sino que también contribuyó a una notable disminución de sus costos de crédito, en línea con el estímulo monetario requerido.

En recesiones habituales, una política monetaria expansiva —como la reducción de la tasa de interés de referencia— suele facilitar el acceso al crédito para empresas y familias. Sin embargo, durante la pandemia, la alta incertidumbre limitaba seriamente la disposición de los bancos a otorgar financiamiento, precisamente cuando las empresas más lo necesitaban debido a la caída repentina de sus ingresos. Ante esta situación, se requería un mecanismo alternativo, rápido y efectivo, para inyectar liquidez en la economía y asegurar que el sistema financiero pudiera canalizar recursos hacia las empresas, brindándoles el capital de trabajo necesario para sobrevivir durante el confinamiento.

Reactiva Perú fue un ejemplo destacado de coordinación entre la política monetaria y fiscal, con cada institución cumpliendo un rol clave de manera precisa. El BCRP proporcionó liquidez mediante operaciones de reporte de largo plazo, mientras que el MEF otorgó garantías para reducir el riesgo crediticio y asegurar la continuidad del financiamiento. A su vez, las entidades financieras se encargaron de identificar a las empresas beneficiarias, siguiendo los lineamientos del MEF y evaluando su capacidad de pago.

El programa fue diseñado como una respuesta rápida y eficaz para evitar una fuerte contracción del crédito y la liquidez en la economía, lo que podría haber desencadenado quiebras generalizadas y una recesión prolongada. La paralización de las actividades económicas en el país alcanzó un nivel sin precedentes, incluso superior al observado en otras regiones del mundo. Reactiva Perú ayudó a mantener en funcionamiento la cadena de pagos mediante una importante inyección de liquidez al sistema financiero. A través de este mecanismo, las empresas accedieron a créditos con tasas de interés excepcionalmente bajas y condiciones favorables, respaldados por garantías del Gobierno. Esto les permitió cumplir con sus obligaciones y seguir operando en un entorno marcado por una alta incertidumbre.

El éxito de un programa de la magnitud de Reactiva Perú durante la crisis del COVID-19 fue posible gracias a la credibilidad que la política monetaria del BCRP

ha construido en las últimas décadas. Esta credibilidad se refleja en tres pilares fundamentales: i) la capacidad de mantener una de las tasas de inflación más bajas y estables de la región; ii) la implementación efectiva de una política monetaria contracíclica, incluso en escenarios de salidas de capitales y elevada volatilidad en los mercados financieros internacionales; y iii) la reducción de vulnerabilidades en el sistema financiero. A ello se sumó el alto nivel de coordinación entre instituciones clave, que permitió la rápida y eficaz implementación de Reactiva.

A diferencia de la crisis de 1998 —cuando el Banco Central aún no contaba con la credibilidad ni los instrumentos necesarios para responder de manera contracíclica—, en 2020 la reacción oportuna del BCRP mitigó significativamente el impacto de la crisis, demostrando que el fortalecimiento institucional y una intervención rápida son factores esenciales para gestionar choques extremos en la economía.

El diseño de Reactiva Perú fue dinámico y requirió una planificación minuciosa, así como la coordinación de múltiples actores en un contexto donde la rapidez de ejecución era crucial para evitar el colapso de la cadena de pagos. El objetivo no era solo responder con urgencia, sino también asegurar que el programa fuera eficaz y tuviera un alcance lo más amplio posible en la asignación del crédito. Para ello, se establecieron criterios de elegibilidad que permitieran abarcar un espectro amplio de empresas, desde micro y pequeñas hasta medianas y grandes, garantizando una distribución ágil de la liquidez en toda la economía. Este enfoque, basado en una respuesta rápida y de gran escala, fue clave para que Reactiva Perú tuviera un impacto positivo y decisivo en la recuperación económica nacional.

La implementación de Reactiva Perú enfrentó desafíos significativos. La urgencia de desplegar los fondos rápidamente demandó un gran esfuerzo del equipo técnico, administrativo y de coordinación interinstitucional. Además, en un contexto de aislamiento social, supervisar la asignación de recursos a las entidades financieras y garantizar su distribución efectiva a las empresas añadió una capa adicional de complejidad. A pesar de estos retos, el programa logró movilizar un volumen significativo de liquidez y crédito en tiempo récord. La colaboración entre diversas instituciones fue clave para superar los obstáculos iniciales y asegurar una ejecución eficiente. Estos desafíos se lograron superar gracias a alto grado de compromiso de las instituciones participantes, que desplegaron y priorizaron los recursos necesarios para cumplir con los objetivos del programa.

Este libro tiene varios objetivos. En primer lugar, busca documentar de manera precisa y detallada el proceso de diseño e implementación del Programa Reactiva Perú.

En segundo lugar, analiza en profundidad el impacto del programa sobre la economía, con especial atención a la respuesta durante y después del confinamiento de variables clave para el desempeño de la economía como las ventas de las empresas beneficiadas, la creación de empleo, y la recuperación de su capacidad de pago y la preservación de la calidad de los activos del sistema financiero.

Para complementar este análisis, se incluyen estudios de caso que muestran cómo Reactiva Perú salvó a muchas empresas de la quiebra, con testimonios que dan cuenta de su eficacia y alcance. Más allá de los efectos macroeconómicos, este enfoque permite comprender el impacto del programa a nivel microeconómico, revelando historias de empresas que lograron sobrevivir y adaptarse gracias a Reactiva Perú.

La implementación de Reactiva también generó críticas, este libro las aborda con un enfoque constructivo y basado en evidencia, destacando los principales aprendizajes que dejó el programa. Esta publicación cierra con un análisis de las lecciones aprendidas y recomendaciones para mejorar el diseño de políticas públicas. Se destacan las fortalezas de Reactiva Perú, especialmente su capacidad para movilizar recursos de manera rápida y efectiva. Las recomendaciones no solo buscan optimizar futuros programas para enfrentar crisis macroeconómicas de gran magnitud, sino también fortalecer los mecanismos de implementación para hacerlos más eficientes y resilientes.

En suma, este libro ofrece un análisis detallado sobre el diseño y los resultados del Programa Reactiva Perú, destacando los desafíos y logros que implica diseñar e implementar políticas públicas en contextos de crisis. A través de un análisis riguroso y testimonios clave, brinda insumos valiosos tanto para especialistas como para el público general. Asimismo, constituye una herramienta útil para responsables de política y académicos interesados en los temas de recuperación económica y gestión de riesgos macroeconómicos y financieros. La experiencia de Reactiva Perú se presenta como un caso exitoso de respuesta institucional ante una emergencia sin precedentes, mostrando cómo es posible adaptar estrategias con rapidez y eficacia para proteger la economía y sostener el bienestar de la población.

CONTEXTO PARA EL INICIO DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

1.1 Antecedentes económicos pre-COVID-19

Antes de la llegada del COVID-19, la economía peruana se distinguía por indicadores macroeconómicos sólidos, aunque su ritmo de crecimiento económico había disminuido respecto a los años del *boom* de precios de *commodities* (2003-2013), debido en parte a la inestabilidad política. Este desempeño fue respaldado por políticas macroeconómicas prudentes que, implementadas durante las décadas previas, contribuyeron a la estabilidad fiscal y monetaria. Sin embargo, persistían desafíos estructurales como la pobreza, la informalidad laboral, la baja calidad de los servicios públicos, y las brechas en la calidad de la educación, salud e infraestructura. El Cuadro 11 presenta algunos indicadores económicos relevantes, que detallan los antecedentes económicos que caracterizaron la economía peruana en el periodo prepandemia:

Cuadro 1-1: Perú: Indicadores macroeconómicos
(2003-2020)

	2003-2013	2014-2018	2019	2020
PBI (variación anual)	6,2	3,2	2,2	-10,9
Inversión privada (porcentaje del PBI)	17,3	18,3	17,7	16,4
Inflación (variación anual, fin de periodo)	2,9	2,9	1,9	2,0
Volumen de exportaciones (variación anual)	5,4	4,0	0,9	-19,8
Volumen de importaciones (variación anual)	10,3	2,0	3,1	-13,6
Crédito total (variación anual)	15,6	7,3	6,6	10,8
Crédito total (porcentaje del PBI)	28,1	40,5	42,0	51,3
Crédito a empresas total (variación anual)	13,6	6,5	3,8	19,9
Gasto del gobierno (porcentaje del PBI)	18,5	20,2	19,6	24,2
Resultado económico fiscal (porcentaje del PBI)	0,8	-1,9	-1,6	-8,7
Deuda pública (porcentaje del PBI)	30,6	23,1	26,2	34,0
Balanza en cuenta corriente (porcentaje del PBI)	-1,1	-2,7	-0,7	0,8

Fuente: BCRP.

Entre los años 2003 a 2013, el PBI peruano registró un crecimiento promedio anual de 6,2 por ciento, impulsado principalmente por el *boom* de los precios de materias primas. No obstante, después de 2013, el ritmo de crecimiento del PBI se moderó, en concordancia con la desaceleración económica global y menores precios de los *commodities*. Durante este periodo, la inversión privada como porcentaje del PBI mostró un aumento significativo desde el año 2000, hasta alcanzar su máximo en el año 2013 (20,9 por ciento). Esto indica un periodo de mayor confianza empresarial y expansión de sectores clave de la economía, como la minería y la infraestructura.

Sin embargo, en 2016 la inversión privada sufrió su mayor descenso (caída de 4,3 por ciento en términos reales) desde la crisis de 2008, atribuida a la contracción en la inversión minera tras la culminación de grandes proyectos. Posteriormente, la inversión comenzó a recuperarse impulsada por nuevos desarrollos en el sector minero, representando el 17,7 por ciento del PBI en 2019.

La inflación promedio del periodo (2003-2020) se mantuvo baja y estable cumpliendo con las metas de inflación, lo que reflejó la efectividad de la política monetaria. La balanza en cuenta corriente fluctuó entre déficits y superávits acotados, influenciada por factores externos como los términos de intercambio y la demanda global. A pesar de los déficits observados, estos fueron manejables y reflejaron la capacidad del país para financiar su desarrollo con inversiones externas.

El gasto del Gobierno como porcentaje del PBI permaneció relativamente estable, gracias al cumplimiento de las reglas fiscales y de un marco macrofiscal prudente, lo cual evitó que la política fiscal sea procíclica. Esto permitió generar déficits fiscales acotados, reducir la deuda pública y ahorrar parte de los ingresos extraordinarios asociados al super ciclo de precios de materias primas. La deuda neta del Gobierno mostró una tendencia decreciente después del año 2000, alcanzando niveles mínimos en el 2013. Esto señala una gestión prudente de la deuda pública durante este periodo.

Por otra parte, el crédito al sector privado creció en torno a 15,6 por ciento en promedio en el periodo 2003 a 2013, observándose un crecimiento moderado de 6,6 por ciento en el año 2019 antes del inicio de la pandemia. Empero, durante los años previos a la pandemia persistían niveles de morosidad ligeramente elevados para los segmentos de consumo y de empresas más pequeñas. En este periodo, la morosidad del sistema financiero pasó de 1,4 por ciento en 2007 a 3,4 por ciento en diciembre de 2019. Este aumento de la cartera morosa se asoció a la diversificación de la oferta de créditos hacia empresas pequeñas y microempresas.

En 2019, el PBI creció 2,2 por ciento, influido por choques de oferta negativos a la pesca y a la minería. Asimismo, las actividades no primarias fueron afectadas por el menor dinamismo de la demanda interna, tanto del sector privado cuanto del sector público. Este desempeño económico fue, en parte, determinado por una desaceleración del crecimiento del PBI mundial, una elevada incertidumbre en los mercados financieros internacionales y una reducción de los términos de intercambio. La guerra comercial entre Estados Unidos y China afectó la evolución del comercio global, la confianza de los

agentes y las perspectivas de crecimiento. Por ello, la expansión de la economía mundial en 3,0 por ciento fue la menor en 10 años.

El déficit fiscal peruano, que había alcanzado el 2,9 por ciento debido a las anomalías climáticas causadas por el fenómeno de El Niño de 2017, continuó reduciéndose por segundo año consecutivo al pasar de 2,3 por ciento del PBI en 2018 a 1,6 por ciento en 2019. Este menor déficit se reflejó, principalmente, en el aumento de los ingresos corrientes del Gobierno general en 0,4 por ciento del PBI en ese periodo. La deuda pública al cierre de 2019 representó el 26,2 por ciento del PBI. La inflación y sus expectativas se mantuvieron dentro del rango meta de 1 a 3 por ciento durante todo el año 2019. En este periodo, el BCRP mantuvo una posición monetaria expansiva, reflejada en tasas de interés de referencia reales cercanas a cero durante el año. La moderación de la demanda interna y la evolución del contexto internacional coadyuvaron a que la tasa de crecimiento del crédito se moderara a 6,6 por ciento en 2019, debido principalmente a la menor demanda por crédito de las empresas, particularmente del segmento corporativo y gran empresa.

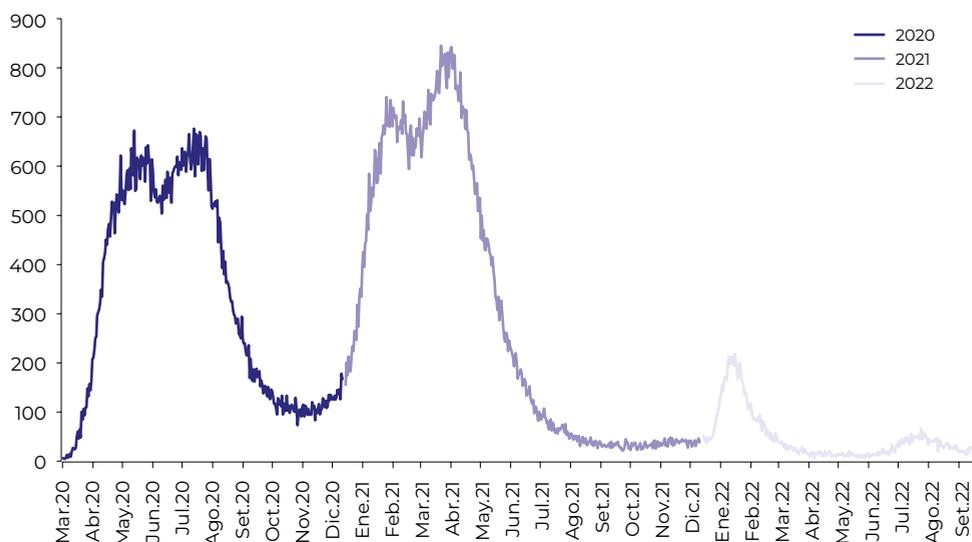
Este panorama evidenció un contexto mixto antes de la pandemia, con importantes logros en términos de estabilidad macroeconómica, y un crecimiento económico moderado por la inestabilidad política —que dificultaba dar reformas para elevar la productividad e incentivar la inversión—, pero también con desafíos estructurales y sociales que requerían atención. Pese a los avances económicos, el Perú enfrentaba desafíos sociales significativos, incluida una alta tasa de informalidad laboral, baja bancarización, pobreza persistente en algunas zonas rurales y urbanas, y brechas en la calidad de la educación y la salud. La llegada del COVID-19 profundizó estas diferencias y desafíos, poniendo a prueba la resiliencia del país y destacando la necesidad de políticas efectivas para la recuperación del crecimiento del PBI potencial y la capacidad del Estado de atender las grandes necesidades y disparidades de nuestro país en el futuro.

1.2 Impacto del COVID-19 en la economía

Tras la detección de los primeros casos de COVID-19 en marzo de 2020, el Gobierno peruano implementó una de las medidas de confinamiento social más rigurosas a nivel mundial. Con el objetivo de frenar la propagación del virus, el 15 de marzo de 2020, se declaró el estado de emergencia y se decretaron estrictas disposiciones sanitarias, entre las que destacaron el aislamiento social obligatorio en el país y la paralización de sectores considerados no esenciales. Así, se implementó una cuarentena nacional obligatoria, que incluyó el cierre de fronteras, la suspensión de clases, y la limitación de actividades comerciales y sociales. Solo se permitieron actividades esenciales, tales como la producción y compra de alimentos y medicamentos. No obstante, el número de casos y fallecidos continuó aumentando como se aprecia en el Gráfico 1-1.

Entre 2020 y 2022, Perú experimentó varias olas de contagios y fallecidos por COVID-19. El primer caso de COVID-19 se confirmó el 6 de marzo de 2020.

Gráfico 1-1: Número de fallecidos diarios por COVID-19



Fuente: MINSA.

La primera ola de contagios de COVID-19 en Perú se desarrolló entre marzo y julio de 2020, con un rápido aumento del número de casos y fallecidos (ver Gráfico 1-1). Este periodo alcanzó su primer pico durante mayo y junio. Entre ambos meses, se registró un promedio diario de 553 fallecidos, con un sistema de salud que padecía de hospitales saturados, escasez de medicamentos y personal médico. Luego, en agosto, se llegaría a un segundo pico con un promedio de 567 fallecidos diarios. Tras un breve periodo de estabilización y ligera disminución a partir de setiembre, el fin de 2020 representó un desafío adicional debido al riesgo de aglomeraciones y eventos sociales que podían contribuir a un aumento en los contagios. En efecto, a partir de diciembre de ese año, iniciaría una segunda ola, que duraría hasta mediados de 2021, y que sería incluso más letal que la primera. Tal es así que, entre febrero y abril de 2021, se registró un promedio diario de 712 fallecidos por COVID-19.

Al ajustarse los datos por población, el Perú se convirtió en el país con más fallecidos¹ por COVID-19. El país registró alrededor de 6 500 muertos por millón de habitantes al cierre de 2022, superando a Bulgaria en segundo lugar con 5 600.

Luego de la cuarentena estricta de marzo de 2020, que limitaba la libertad de tránsito, excepto para ciertas actividades consideradas esenciales, se inició en el mes de mayo un proceso de reanudación de actividades por fases. Las olas de contagios coincidieron con periodos de flexibilización y endurecimiento de las medidas de

1 Estos datos se obtienen del sitio web Our World In Data (<https://ourworldindata.org/covid-cases>).

contención contra la propagación del virus. Así, durante el resto del año, se fue autorizando la realización de más actividades económicas (con medidas sanitarias para mitigación del contagio y restricciones al aforo), y se limitó la inmovilización social obligatoria a solo ciertos horarios del día. Estas medidas eran aplicadas a nivel nacional. Hacia 2021, con la segunda ola, la estrategia consistió en una cuarentena diferenciada por regiones y provincias, donde las restricciones a la movilidad de las personas y a las actividades económicas podían endurecerse o flexibilizarse según la evolución de los contagios.

En general, las restricciones de Perú fueron inicialmente las más estrictas en el mundo, reflejado en el índice de severidad de medidas gubernamentales, elaborado por la Universidad de Oxford, y en el índice de movilidad social de Google (*COVID-19 Community Mobility Reports*), entre marzo y mayo de 2020. El Gobierno peruano tomó la decisión de restringir la mayor parte de actividades económicas y sociales, en comparación con otros países, donde se optó por solo enfocarse en ciertos sectores de alto contacto y riesgo de contagio desde un inicio (ver Recuadro 1).

Recuadro 1
MEDIDAS DE CONTENCIÓN PARA ENFRENTAR
LA PANDEMIA

Autores: Claudia Alvarado, Renzo Castellares y Carlos Mendiburu

Al inicio de la pandemia del COVID-19, en todo el mundo se implementaron medidas drásticas para contener la propagación del virus tales como confinamientos totales o parciales, cierres de fronteras, prohibición de eventos masivos y restricciones severas a la movilidad. Estas medidas tenían como fin reducir la interacción social y prevenir contagios masivos, aunque generaron impactos negativos importantes sobre la economía. A medida que se comprendía mejor las características del virus, algunas restricciones se ajustaron en diferentes grados, dando paso a medidas como el distanciamiento social, el uso generalizado de mascarillas, restricciones en reuniones públicas, cuarentenas obligatorias para viajeros y, finalmente, cuando se desarrollaron vacunas, campañas de vacunación masiva. Estas acciones fueron cruciales para controlar la transmisión del virus, proteger a grupos vulnerables y reducir la presión sobre los sistemas de salud. Las medidas, y su velocidad de implementación, variaron mucho entre países, influenciadas por factores socioeconómicos y epidemiológicos diferentes.

De acuerdo con el índice de severidad de medidas gubernamentales elaborado por la Universidad de Oxford, Perú y Argentina adoptaron las medidas más estrictas. Por ejemplo, Perú estableció un estado de emergencia nacional con cuarentenas obligatorias, cerrando la mayoría de los negocios y restringiendo severamente la movilidad de la población, en tanto que Argentina impuso una cuarentena estricta, limitando la circulación de personas y restringiendo actividades no esenciales.

Las naciones que aplicaron el cierre de actividades, como medida de contención del virus, lo hicieron o bien estableciendo un conjunto de actividades no permitidas (una "lista negativa"), o dando una lista de actividades autorizadas (una "lista positiva"). En el primer caso, las actividades suspendidas se pueden delimitar sobre la base de un conocimiento general sobre los potenciales focos de contagio, mientras que, en una lista positiva se requiere un amplio conocimiento de todas las actividades económicas existentes y de sus características para ser consideradas "seguras". En el Perú se aplicó la segunda alternativa, partiendo de un cierre general de actividades económicas y autorizando progresivamente (en "fases") ciertos grupos de actividades.² Sin embargo, una determinación adecuada de las actividades "seguras" resulta difícil en una economía altamente informal como la peruana. Por ejemplo, España y Perú declararon el estado de emergencia por la pandemia del COVID-19 los días 14 y 15 de marzo de 2020, respectivamente, pero España, que estableció una lista negativa, tuvo una menor caída

² La liberación de las restricciones para las actividades económicas en el Perú fue gradual, en 4 fases, entre mayo y octubre de 2020.

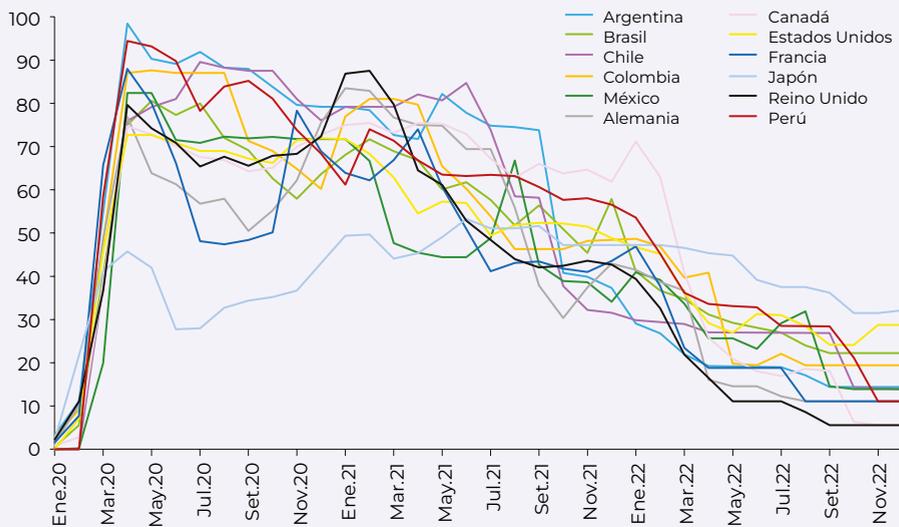
del PBI en el segundo trimestre de 2020, con una contracción del 17,6 por ciento, en comparación con la reducción del 30,0 por ciento en el caso del Perú.

La combinación de restricciones rigurosas con estrategias de mitigación permitió a algunos países manejar mejor el equilibrio entre salud y economía. Las mejores prácticas internacionales para atenuar la expansión del contagio del COVID-19 incluyeron una combinación de medidas, como fomentar la disciplina en el distanciamiento social, el lavado de manos, la buena ventilación de los ambientes, el uso de mascarillas, y la realización de campañas masivas de concientización sobre los mecanismos de contagio, como se realizó en países como Nueva Zelanda, Tailandia y Taiwán.

Países como Estados Unidos, Reino Unido y Alemania implementaron confinamientos temporales y medidas de distanciamiento social, acompañadas de pruebas masivas y rastreo de contactos. En Canadá, se optó por cierres parciales y la promoción del teletrabajo, mientras que Japón adoptó medidas menos severas pero eficaces, debido a su alta capacidad de respuesta sanitaria. A pesar de las diferencias iniciales, todos los países siguieron una tendencia decreciente en la severidad de sus respuestas, tal como lo sugiere el Gráfico R1-1.

Gráfico R1-1: Índice de severidad de las medidas gubernamentales frente al COVID-19

Promedios mensuales (índice 0 a 100; 100 = más severo)



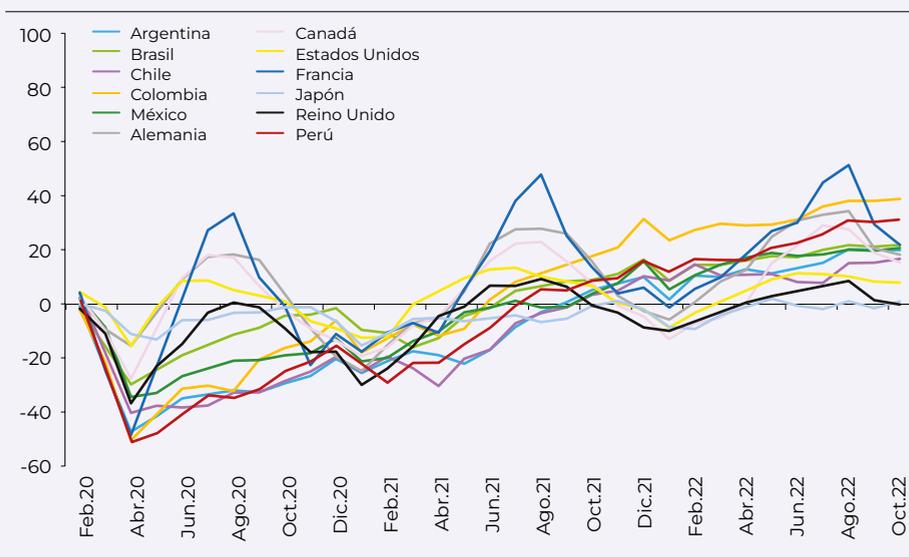
Nota: El índice de severidad de la Universidad de Oxford es una medida compuesta basada en nueve indicadores valuados de 0 a 100 (100=respuesta más estricta). Los indicadores son: cierre de escuelas, cierre de centros de trabajo, cancelación de eventos públicos, restricciones a reuniones, cierre de transporte público, inactividad de personas en sus hogares, restricciones a movimientos dentro del país, controles a viajes internacionales y campañas de información.

Fuente: Blavatnik School of Government. University of Oxford.

La severidad de las medidas se reflejó también en la movilidad de la población. Durante los periodos de cuarentena más estricta, el índice de movilidad de Google registró una reducción significativa (ver Gráfico R1-2). Este patrón de reducción en la movilidad fue similar en muchas naciones que implementaron medidas severas, reflejando la efectividad de las restricciones en limitar el movimiento de las personas y, potencialmente, la propagación del virus. Perú experimentó la mayor caída en el índice de movilidad en abril de 2020, entre los países de la muestra, y se mantuvo entre aquellos que registraron las mayores reducciones durante los meses siguientes de ese año.

Gráfico R1-2: Índice de movilidad local

Promedios mensuales (variación porcentual)



Nota: El índice de movilidad es una medida promedio compuesta por seis indicadores de movilidad: comercio minorista y recreación, comestibles y farmacia, parques, estaciones de tránsito, lugares de trabajo y residenciales. Para cada uno, se calcula la variación porcentual diaria respecto a un valor de referencia (enero 2020); y luego se promedia.

Fuente: Google COVID-19 Community Mobility Reports.

La experiencia internacional muestra que, aunque los confinamientos y las restricciones estrictas ayudaron a reducir la movilidad, también tuvieron un alto costo económico, especialmente en economías con alta informalidad y un sistema de salud con graves deficiencias estructurales como la peruana. Ante ello, resultó necesario aplicar una respuesta de política económica rápida y de gran magnitud, como lo fue el Programa Reactiva Perú.

Como resultado de las medidas de contención la mayoría de los sectores productivos fueron paralizados. El impacto de estas acciones fue severo, especialmente en el empleo y la producción, lo que, a su vez, deterioró significativamente las expectativas de los agentes económicos sobre la evolución futura de la economía y la capacidad de generar ingresos. A ello se sumó una drástica reducción de la demanda externa de nuestros productos, debido al avance global de los contagios y las estrictas medidas sanitarias impuestas en diversos países.

Frente a este entorno, la economía peruana registró una contracción de 30,0 por ciento en el segundo trimestre de 2020, explicado por las restricciones impuestas para contener la propagación del virus. Esta disminución ha sido la más fuerte desde que se tiene registro, seguida por la caída de 20,6 por ciento observada en el cuarto trimestre de 1988, durante la hiperinflación. Asimismo, el empleo, medido por número de puestos de trabajo formales a nivel nacional, se redujo principalmente en el segundo trimestre de 2020 (- 7,2 por ciento). En dicho trimestre tuvo lugar una fuerte reducción en el empleo del sector privado (- 10,5 por ciento), que fue parcialmente amortiguada por el mayor empleo en el sector público (1,3 por ciento). Según ámbito geográfico, el mayor retroceso se dio en Lima (- 8,5 por ciento), en contraste con el descenso en el resto del país (- 5,1 por ciento).

De esta manera, la pandemia ocasionó un perjuicio considerable a la economía peruana, reflejado en una reducción del PBI per cápita del 12,2 por ciento, así como en un incremento de 9,9 puntos porcentuales en la tasa de pobreza, la cual alcanzó el 30,1 por ciento en 2020.

Recuadro 2

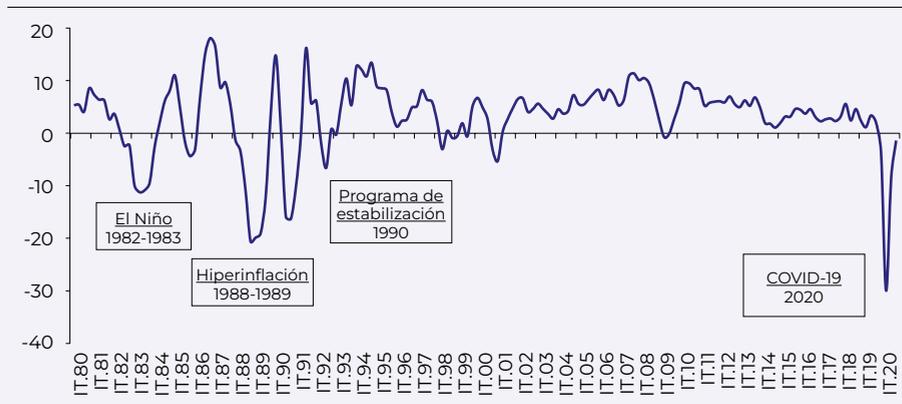
IMPACTO DE LA PANDEMIA DEL COVID-19 EN EL PBI

Autores: Ana Paola Gutiérrez y Juan José Tang

Las restricciones impuestas para contener la propagación del virus de la pandemia del COVID-19 ocasionaron una contracción sin precedentes en la economía peruana. Como se aprecia en el Gráfico R2-1, este episodio fue más intenso, en términos de magnitud, que las últimas grandes crisis económicas por las que atravesó el país: el fenómeno de El Niño (FEN) de 1982-1983, la hiperinflación de 1988-1989 y el programa de estabilización de 1990.

Gráfico R2-1: Perú: Mayores contracciones del PBI trimestral

(Variación porcentual real)



Fuente: BCRP.

Entre 1982 y 1983, la actividad económica retrocedió por seis trimestres consecutivos como consecuencia de un FEN de magnitud extraordinaria. Durante este episodio, ocurrieron inundaciones en la costa norte, así como sequías y heladas en el sur, lo que impactó negativamente en el resultado del sector agropecuario. Las anomalías de la temperatura del mar peruano -producto del FEN- afectaron el desempeño del sector pesca, por la menor disponibilidad de anchoveta; mientras que la producción del sector minería e hidrocarburos disminuyó por conflictos laborales, intensas lluvias y aludes.

Por su parte, la inflación crónica observada desde mediados de 1970 (crecimiento de dos dígitos) dio paso a una hiperinflación a mediados de la década de 1980³. Este hecho tuvo efectos muy costosos sobre la actividad económica, que se contrajo durante siete trimestres consecutivos entre 1988 y 1989. Si bien la economía experimentó una breve recuperación en el primer semestre de 1990, el programa de estabilización adoptado

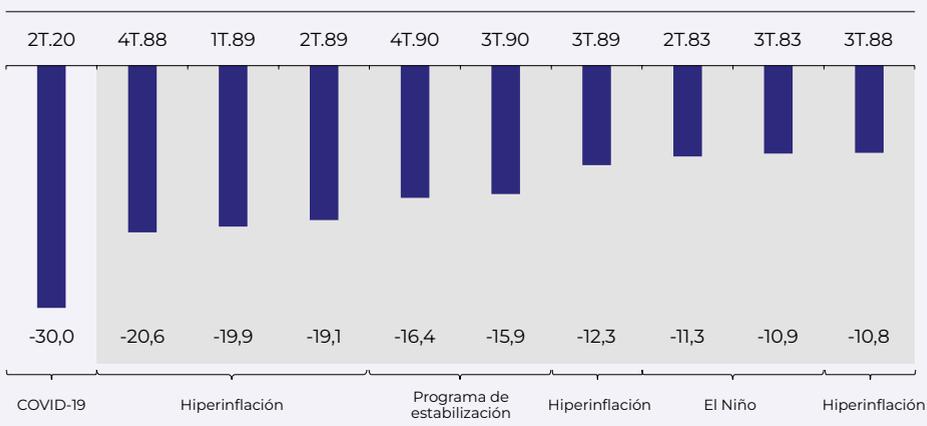
3 Ver Martinelli y Vega (2018).

por el Gobierno, en agosto de 1990, dio paso a una fuerte contracción de la actividad económica en el resto del año.

Sin embargo, ninguno de los episodios descritos previamente se compara a lo ocurrido en el año 2020. Cuando se confirmó la llegada del Coronavirus al Perú, en marzo de ese año, el Gobierno optó por decretar un confinamiento estricto, denominado “aislamiento social obligatorio”, que entró en vigor el 16 de marzo. Esta medida, que obligaba a las personas a permanecer en sus domicilios salvo para realizar actividades indispensables —como comprar alimentos o acudir a servicios médicos—, tuvo un fuerte impacto sobre diversos sectores de la economía, especialmente las actividades no primarias y las del sector informal. Estas disposiciones se fueron relajando en distintas fases a lo largo de los próximos meses y, aunque la actividad económica se deprimió en todos los trimestres de ese año, la mayor caída de 2020, y desde que se tiene registro, se observó en el segundo trimestre, cuando la economía se redujo en un 30,0 por ciento.

Tal como se aprecia en el Gráfico R2-2, previo al COVID-19, las mayores reducciones del PBI trimestral se habían observado durante el periodo de la hiperinflación. De hecho, la segunda mayor disminución ocurrió durante este episodio en el cuarto trimestre de 1988 (-20,6 por ciento). Asimismo, durante el programa de estabilización de 1990, el mayor retroceso se observó en el cuarto trimestre de ese año (-16,4 por ciento); mientras que durante el Fenómeno El Niño de 1982-1983, ello sucedió en el segundo trimestre de 1983 (-11,3 por ciento). Aunque todas estas cifras muestran caídas de dos dígitos en distintos episodios de la historia, ninguna de ellas se asemeja a la contracción observada en el segundo trimestre de 2020.

Gráfico R2-2: Mayores contracciones registradas de PBI trimestral de Perú según episodio



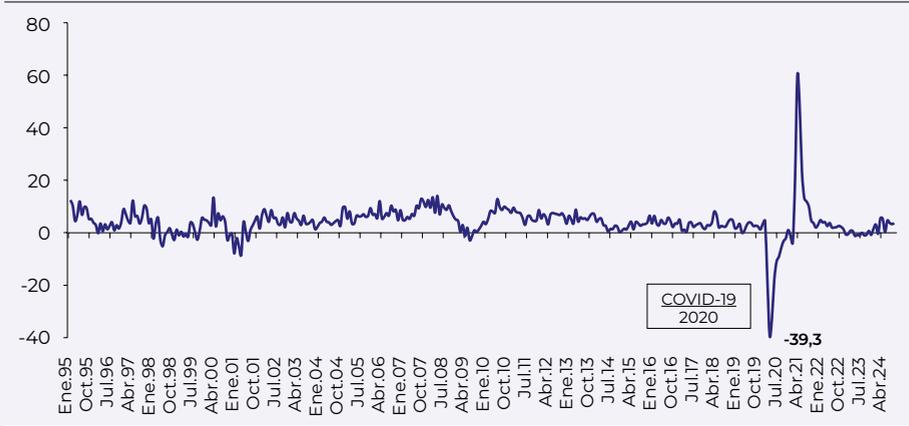
Fuente: BCRP.

Lo mismo se concluye cuando se hace un análisis en frecuencia mensual, desde donde se tiene registro. En las crisis económicas previas no se observó una disminución

en la actividad tan grande, como la que ocurrió en abril de 2020: -39,3 por ciento (ver Gráfico R2-3).

Gráfico R2-3: Perú: PBI mensual

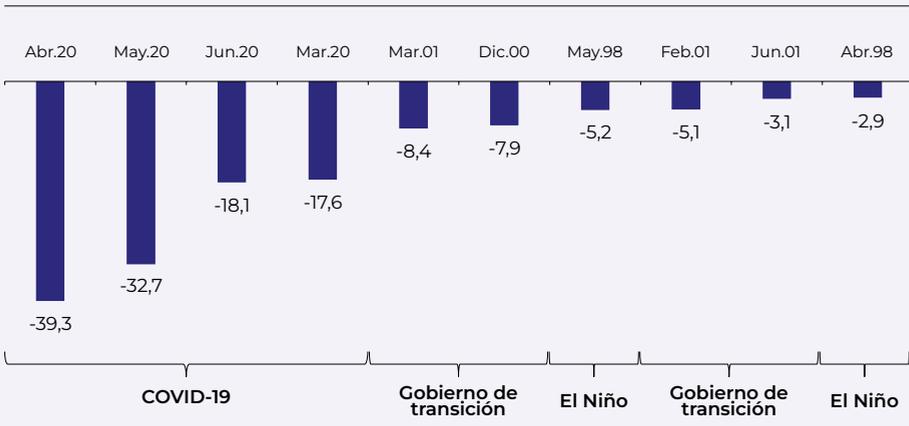
(Variación porcentual real)



Fuente: BCRP.

De hecho, como se aprecia en el Gráfico R2-4, las contracciones mensuales debido al COVID-19 representan 4 de las 10 mayores caídas desde 1995, y son también las más grandes. Es así como las caídas del PBI de 2020 superan a las de otros años bastante complicados para la economía del país, como 1998 (Fenómeno de El Niño y crisis financiera internacional) y el periodo 2000-2001 (gobierno transitorio tras la vacancia presidencial).

Gráfico R2-4: Mayores contracciones registradas de PBI mensual de Perú según episodio



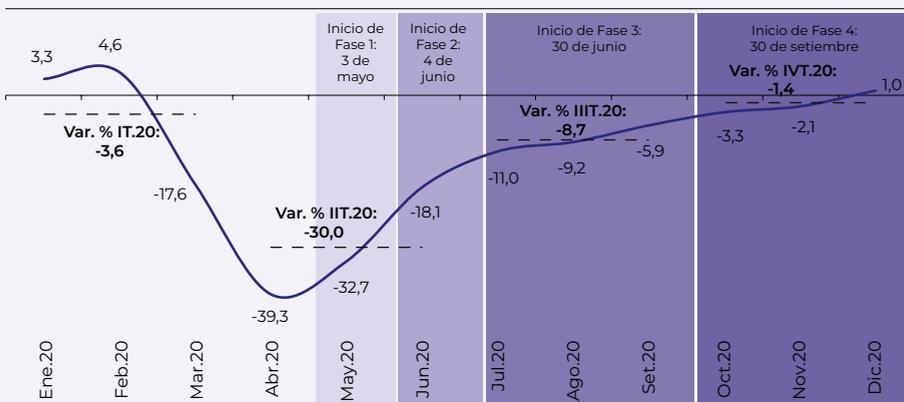
Fuente: BCRP.

Es importante resaltar que, además de su intensidad, otra de las características importantes de la crisis de 2020 fue la rápida recuperación de la economía. Es así como, a pesar de las contracciones en la actividad sin precedentes que se observaron durante dicho año y las sucesivas disminuciones del PBI entre marzo y noviembre, se registró un crecimiento de 1,0 por ciento en la actividad económica hacia el último mes del año (ver Gráfico R2-5).

Este rebote de la actividad fue propiciado por una menor rigidez de las medidas sanitarias, comprendidas en distintas fases de reanudación de actividades. Además, fue clave para la recuperación la aplicación de estímulos monetarios y fiscales⁴, los cuales incluyeron el otorgamiento de bonos monetarios a la población, la recuperación del gasto público y el otorgamiento de crédito al sector privado a menores tasas (Programa Reactiva Perú).

Gráfico R2-5: PBI de 2020 y fases de reanudación de actividades

(Variación porcentual real)



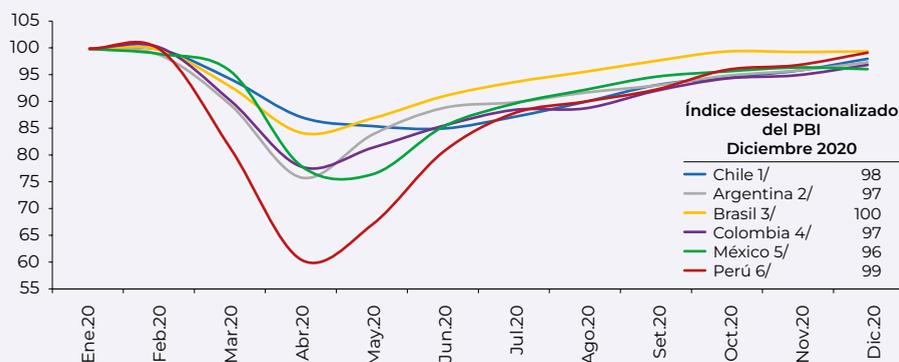
Nota: El inicio de las fases está basado en la publicación del Decreto Supremo correspondiente.
 Fuente: BCRP.

Si bien esta rápida recuperación durante el 2020 también la experimentaron otras economías de la región, no todas pudieron alcanzar sus niveles prepandemia durante ese mismo año. En el caso de Perú, en diciembre de 2020 el PBI desestacionalizado prácticamente alcanzó el mismo nivel que tenía a inicios de ese año, antes de que empiecen las restricciones sanitarias. Es así como, al final de 2020, el Perú se colocó a niveles similares a los de otros países de la región, a pesar de que su caída en el segundo trimestre fue mucho más grande que lo experimentado por países que restringieron menos actividades, y permitieron más movilidad social (ver Gráfico R2-6).

4 Ver BCRP (2020), página 50.

Gráfico R2-6: PBI de 2020 por países de Latinoamérica

(Variación porcentual real)



1/ Indicador mensual de actividad económica (IMACEC).

2/ Estimador mensual de actividad económica (EMAE).

3/ Índice de actividad económica del Banco Central (IBC-Br).

4/ Indicador de Seguimiento a la Economía (ISE).

5/ Indicador Global de la Actividad Económica (IGAE).

6/ Indicador Mensual de la Producción Nacional (IMPN).

Fuente: Bancos centrales e institutos de estadísticas de cada país.

Desde el punto de vista sectorial, dos fueron los sectores que impulsaron la reactivación de la actividad económica hacia finales de 2020: pesca y construcción. Estos sectores crecieron 38,6 y 20,1 por ciento en el cuarto trimestre de dicho año, respectivamente (ver el Cuadro R2-1).

Cuadro R2-1: Crecimiento del PBI por sectores

(Variación porcentual real respecto al mismo periodo del año anterior)

Sectores	2019	2020				2021					
	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año	IT	IIT	IIIT	IVT	Año
Agropecuario	3,5	4,0	1,8	-1,9	0,3	1,0	0,8	1,3	11,3	6,6	4,6
Pesca	-17,2	-16,5	-14,4	14,9	38,6	4,2	51,6	26,1	-28,7	-3,1	9,9
Minería e hidrocarburos	0,0	-5,7	-34,3	-10,2	-3,9	-13,4	0,0	39,0	6,6	-3,1	8,1
Manufactura	-1,7	-9,3	-36,2	-6,9	2,0	-12,5	16,2	61,6	9,3	2,7	18,6
- Primaria	-8,5	-0,2	-15,3	-1,0	10,4	-2,0	14,0	20,4	-7,1	-10,9	3,2
- No Primaria	1,1	-12,2	-45,5	-8,8	-1,2	-16,4	17,0	90,4	15,1	8,3	25,2
Electricidad y agua	3,9	-1,9	-19,4	-3,1	-0,2	-6,1	2,8	25,3	6,3	3,0	8,5
Construcción	1,4	-12,1	-66,4	-4,4	20,1	-13,5	42,2	233,6	23,9	-5,1	35,3
Comercio	3,0	-7,1	-46,8	-8,1	-2,6	-16,0	1,4	85,9	10,1	3,9	17,8
Servicios	3,8	-0,8	-25,2	-10,4	-4,6	-10,2	-0,1	31,5	13,0	6,2	11,4
PBI Global	2,2	-3,6	-30,0	-8,7	-1,4	-10,9	4,2	42,0	11,7	3,4	13,4
PBI Primario	-0,9	-2,8	-19,8	-6,5	0,2	-7,6	3,1	20,9	5,1	-2,2	6,4
PBI No Primario	3,2	-3,8	-33,3	-9,3	-1,8	-11,9	4,5	50,1	13,5	4,9	15,4

Nota: el PBI global incluye derechos de importación y otros impuestos a los productos.

Fuente: INEI, BCRP.

Por el lado del sector pesca, su notable expansión estuvo impulsada por el inicio, en noviembre, de la segunda temporada de pesca de anchoveta en la zona norte-centro. Esto incentivó, a su vez, el crecimiento de la manufactura primaria. Vale la pena resaltar que, por la naturaleza de su actividad, los sectores primarios fueron los menos golpeados por la pandemia. Es así como, en 2020, a pesar de la fuerte recesión global, se observaron crecimientos anuales en los sectores agropecuario y pesca. Una excepción a esto fue el sector minería e hidrocarburos, que sí fue afectado por las restricciones sanitarias impuestas desde marzo del referido año.

Por su parte, todos los sectores no primarios retrocedieron durante los cuatro trimestres de 2020, con una sola excepción: construcción, en el último trimestre del año. En la recuperación de este sector jugó un papel importante tanto la autoconstrucción, producto de la mejora de ingresos; como la inversión del Gobierno en obras públicas, por la reanudación de proyectos. Es así como el avance físico de obras, que cayó 80,6 por ciento en el segundo trimestre de dicho año, aumentó 21,6 por ciento en el cuarto trimestre. Ambos factores también explican el fuerte incremento que experimentó el sector en el año 2021, puesto que mostró la mayor tasa de crecimiento sectorial en dicho año (35,3 por ciento).

En suma, la actividad económica peruana experimentó un retroceso sin precedentes en el segundo trimestre de 2020 (-30,0 por ciento), periodo en el que la mayoría de los sectores fueron afectados por las restricciones sanitarias adoptadas ante la pandemia. Sin embargo, una relativa pronta recuperación se observó hacia fines de ese año. Este repunte no solo fue resultado de la progresiva flexibilización de las restricciones sanitarias establecidas por el Gobierno, sino por las medidas de política monetaria y fiscal adoptadas en el transcurso de la pandemia del COVID-19, entre las que se encuentra Reactiva Perú.

Recuadro 3

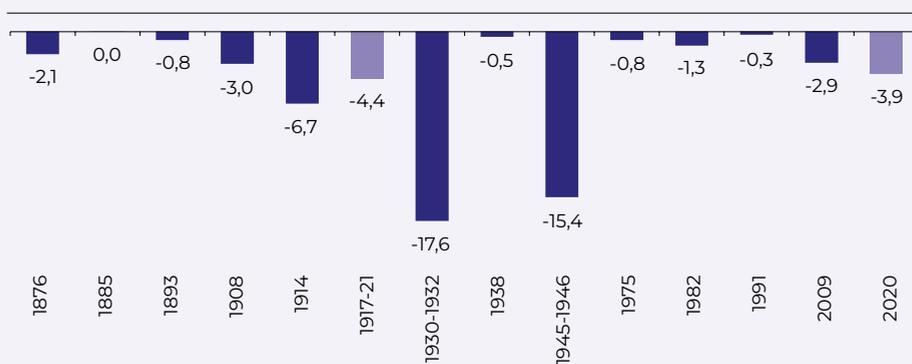
LAS EPIDEMIAS Y EL CRECIMIENTO MUNDIAL: EVIDENCIA RECIENTE

Autor: Mauricio de la Cuba

Sin contar el periodo de la pandemia del COVID-19, el Banco Mundial (2020) identificó 13 episodios de recesión global en los últimos 150 años (ver Gráfico R3-1). De ellos, solo uno, la llamada gripe española⁵ (1917-1921) tuvo como causa gravitante un factor epidemiológico. Así en los últimos setenta años, las recesiones globales fueron originadas por choques de diferente naturaleza. Las epidemias registradas hasta antes de 2020 pudieron haber afectado la economía, pero no se consideran como una causa central de la recesión.

Gráfico R3-1: Crecimiento del PBI per cápita mundial durante eventos de recesión

(Variación porcentual)



Nota: Para los periodos multianuales, corresponde a la contracción acumulada en el periodo. El dato 2020 se actualizó con datos ejecutados.

Fuente: Kose y Sugawara (2020).

Así, previo a la pandemia del COVID-19, Kose et al. (2020) identifican cuatro recesiones globales en el periodo de la posguerra (1975, 1982, 1991 y 2009). La primera tuvo como factor central el alza del precio del petróleo a raíz del embargo árabe, lo que significó un choque de oferta recesivo e inflacionario, en especial para las economías desarrolladas. La recesión de inicios de los ochenta fue consecuencia de un ajuste brusco en las condiciones financieras de Estados Unidos, producto de la política monetaria de la

5 Esta pandemia, causada por el virus de la influenza H1N1, ocurrió entre 1918 y 1919, durante la Primera Guerra Mundial. Durante el conflicto, los países beligerantes censuraban las noticias sobre la enfermedad para evitar mostrar debilidad ante sus enemigos. España, al ser un país neutral en la guerra, no estaba sujeta a esta censura, y su prensa informó ampliamente sobre la gravedad del brote. Esto creó la percepción errónea de que España era el epicentro de la pandemia, cuando en realidad el origen del virus es desconocido. Así, el término “gripe española” se popularizó como una designación histórica más que como una indicación precisa de su procedencia.

Fed, lo que fue sucedido por crisis de deuda en varias economías emergentes: destaca el caso de Latinoamérica.

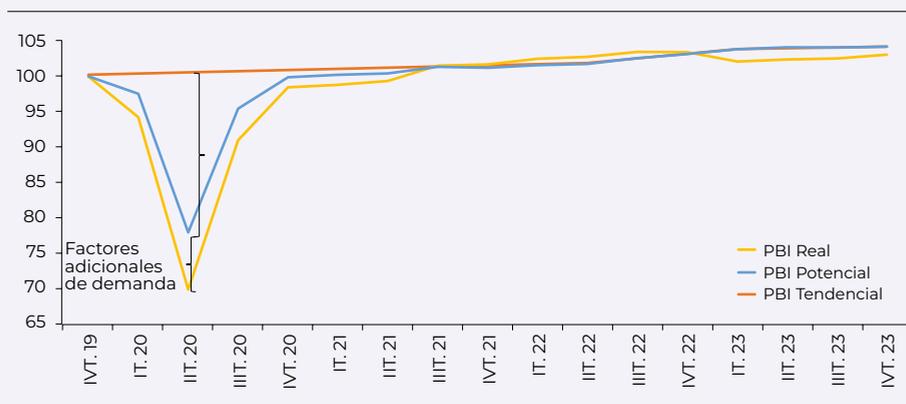
Una combinación de factores internacionales —como la Guerra del Golfo, la desintegración de la Unión Soviética, los problemas financieros en Estados Unidos y en otras economías desarrolladas— generaron la recesión de inicios de los noventa. De su lado, la recesión de 2009 tuvo su origen en una burbuja inmobiliaria que, a través de nuevos y sofisticados instrumentos financieros —sujetos a mínima regulación—, se extendió rápidamente hacia una crisis financiera global.

En tal sentido, el origen de la recesión que se inició en 2020 es diferente a los episodios reseñados. Supone, de acuerdo con los estimados del Banco Mundial, la quinta más grave en cuanto a pérdida del producto per cápita de los últimos 150 años, y la más severa desde la posguerra.

La recesión económica originada por el COVID-19 tuvo una dinámica particular. Las medidas de contención social, aplicadas a raíz de la pandemia del COVID-19, significaron la inmovilización social y el cierre forzoso, y casi generalizado, de la mayoría de las actividades económicas. De este modo, se generó un choque de oferta brusco y severo que derivó, casi simultáneamente, en un choque negativo sobre la demanda. Por ejemplo, para el caso peruano, se estima que la caída de la oferta (PBI potencial en el Gráfico R3-2) explicaría alrededor del 73 por ciento de la disminución del producto del año 2020.

Gráfico R3-2: Descomposición del PBI en niveles para el caso peruano

(IVT.19 = 100)



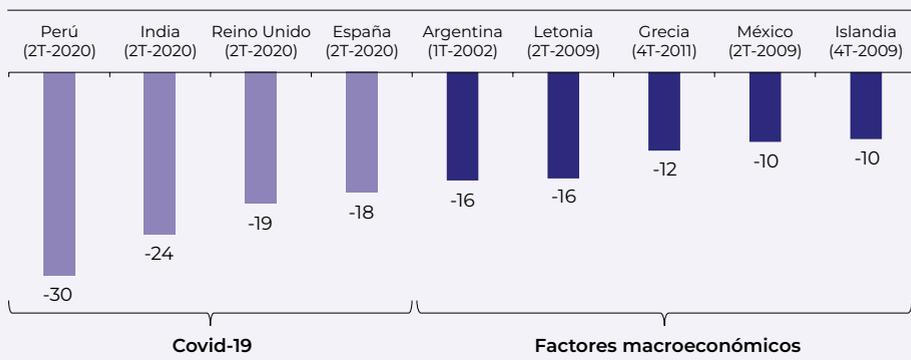
Fuente: BCRP.

Estos canales de transmisión determinan una reducción abrupta, de gran magnitud y en un plazo muy corto en la actividad económica. En el caso peruano, la contracción del PBI del segundo trimestre, respecto al mismo periodo del año previo, fue 30 por ciento. Como se describe en el Gráfico R3-3, este retroceso es incluso mayor que aquellos explicados por severos desequilibrios macroeconómicos (Argentina, 1T-2002),

por problemas de sostenibilidad fiscal (Grecia, 4T-2011) o por los impactos económicos de la Crisis Financiera Global (Letonia, 2T-2009; México, 2T-2009 e Islandia, 4T-2009).

Gráfico R3-3: Mayores contracciones trimestrales del PBI desde 2000 en el mundo

(Variación porcentual)



Fuente: BCRP, Trading Economics. Respecto a similar trimestre de año anterior. Se excluyen episodios de guerra como Ucrania (2022) y economías pequeñas dependientes del transporte marítimo (Maldivas, Bahamas, Panamá, Cabo Verde y Mauricio).

Por ello, para fines comparativos, la dinámica económica del COVID-19 debe evaluarse a la luz de aquellas crisis o desaceleraciones económicas que han tenido similar origen. Jordá (2020) identifica algunos episodios relativamente recientes como la gripe asiática (1957-1958), la gripe de Hong Kong (1968-1969), la pandemia del H1N1 o gripe aviar (2011) y la epidemia del virus del Ébola (2014-2015).

La gripe asiática (1957-1958) fue un suceso que afectó a varias economías, incluyendo a Estados Unidos (EUA), pero el contagio fue más lento, propio del menor desarrollo de las comunicaciones y, además, tuvo cierto grado de contención por los avances de las vacunas, sobre todo en las economías desarrolladas. En las evaluaciones de esta recesión se distinguen, como los factores de mayor trascendencia, la política monetaria de la Fed para contener la inflación, el impacto de la competencia europea en el mercado de autos de EUA y la aversión al riesgo entre consumidores e inversionistas por la toma del Canal de Suez. En tal sentido, es difícil distinguir el efecto de dicho choque epidemiológico sobre la actividad económica global.

Los perjuicios de las otras epidemias, como la de Hong Kong (1968-1969) y la gripe aviar (2011), fueron significativamente menores a los generados por el COVID-19, debido principalmente a que no se adoptaron medidas de confinamiento social tan severas que implicaran una paralización económica total. En el caso de la gripe aviar, por ejemplo, EUA solo suspendió las clases en los colegios; y en México, además, se restringieron las actividades en lugares públicos. Las consecuencias de estas epidemias se reflejaron principalmente en un mayor gasto sanitario, disminuciones en la oferta de mano de

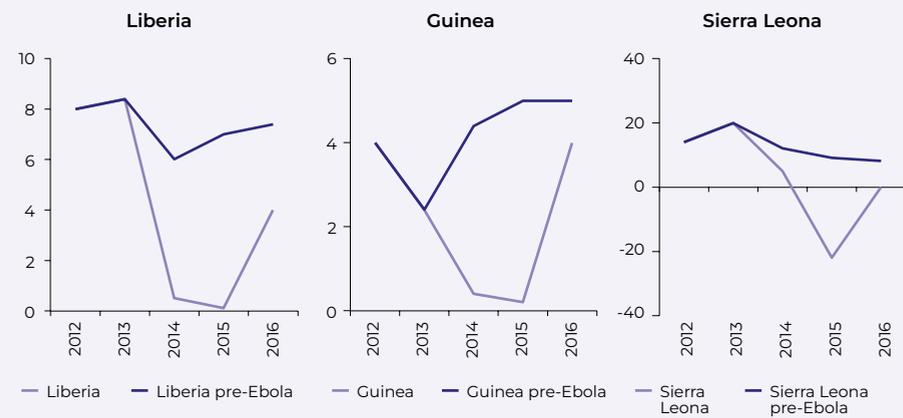
obra (básicamente de carácter temporal) y en la menor actividad en algunos sectores específicos, como servicios de entretenimiento, turismo y transporte.

La dinámica económica asociada al virus del Ébola —que afectó principalmente a Liberia, Guinea y Sierra Leona durante 2014-2015— se asemeja más a la observada durante la pandemia del COVID-19. Las medidas de contención a la movilidad social no fueron tan radicales, si se comparan con las aplicadas durante la pandemia del COVID-19, pero se registraron cuarentenas focalizadas, cierre de las fronteras (tanto para el tránsito de personas como de bienes) y, ante los temores de contagios, deserciones masivas en las actividades económicas básicas, en particular en la agricultura. La deserción y auto confinamiento se explica porque, a pesar de la menor probabilidad de contagio del virus del Ébola respecto al COVID-19, su tasa de mortalidad fue significativamente mayor (60 por ciento frente a una de alrededor de 2,5 por ciento durante el primer año de la pandemia). Ello se reflejó en todo ámbito de la actividad privada como lo reseña Over (2014), y ello fue agravado por un sistema sanitario deficiente.

El Banco Mundial evalúa el impacto comparando la trayectoria del producto que se esperaba antes de la epidemia del virus del Ébola con la efectivamente realizada. Bajo esta aproximación, como lo muestra el Gráfico R3-4, el efecto del ébola implicó 6 puntos de menor crecimiento en Liberia tanto para 2014 como 2015, y de aproximadamente 4 puntos porcentuales al año para Guinea. Para el caso de Sierra Leona, el perjuicio fue mayor: el crecimiento se revisó desde tasas positivas a una contracción de -21,5 por ciento para 2015, afectada en especial por las repercusiones de la pandemia sobre la producción de hierro, la principal exportación del país, lo que se sumó a la caída de los precios internacionales.

Gráfico R3-4: PBI proyectado vs. PBI ejecutado: Efecto del Ébola en África

(Variación porcentual)



Fuente: Banco Mundial (2015).

1.3 Respuesta en el Perú a la pandemia del COVID-19

La respuesta en el Perú ante la pandemia del COVID-19 se distinguió por la implementación de un conjunto de medidas económicas, sociales y financieras, diseñadas para mitigar los efectos adversos de la crisis, así como para salvaguardar la estabilidad del país, apoyando a los sectores económicos y a las poblaciones más vulnerables. Se implementaron diversos programas de apoyo para mitigar el impacto económico de las restricciones, como transferencias monetarias (bonos) para las familias más vulnerables, al igual que soporte económico a las pequeñas y medianas empresas.

Por su lado, el BCRP adoptó una política monetaria expansiva sin precedentes, factible por la alta credibilidad alcanzada por la entidad en los años previos. Las medidas del BCRP estuvieron dirigidas a preservar la estabilidad monetaria al evitar un espiral recesivo y deflacionario, garantizando la continuidad de la cadena de pagos y de la actividad económica, a la par de mantener la estabilidad financiera, al evitar un deterioro masivo de la calidad de la cartera crediticia. Para ello, redujo la tasa de interés de referencia en 200 puntos básicos entre el 19 de marzo y el 9 de abril —de 2,25 por ciento a 0,25 por ciento—, con lo cual alcanzó su nivel mínimo histórico, el más bajo de la región y uno de los menores entre los países emergentes. Dado el tamaño del choque, el BCRP amplió el impulso monetario mediante medidas cuantitativas no convencionales de política monetaria cuya secuencia se ilustra en el Gráfico 1-2.

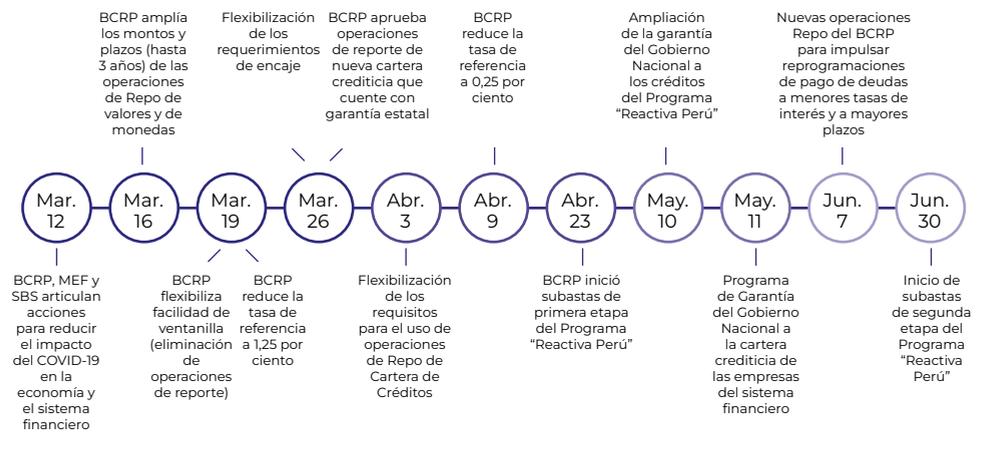
El BCRP flexibilizó los requerimientos de encaje: la tasa de encaje en soles bajó de 5,0 a 4,0 por ciento y la tasa de encaje para obligaciones en dólares con plazos menores a 2 años con entidades financieras extranjeras disminuyó de 50 a 9 por ciento. También se acortó el requerimiento mínimo de cuenta corriente en soles de los bancos en el BCRP de 1,0 a 0,75 por ciento. Asimismo, se suspendió el requerimiento adicional de encaje asociado al crédito en dólares.

Además, el BCRP amplió el monto y plazo (de 6 meses hasta por 3 años) de las operaciones de reporte de valores y monedas; se realizaron por primera vez operaciones de reporte de cartera —en abril de 2020—, y se eliminó el límite de operaciones de la facilidad de ventanilla. Junto con el Programa Reactiva Perú, hubo facilidades de liquidez adicionales para los bancos como (i) Operaciones de reporte condicionadas a reprogramaciones de cartera de créditos, y (ii) Operaciones de reporte condicionadas a la expansión del crédito de largo plazo.

Como resultado, el BCRP aumentó a 8,9 por ciento del PBI la provisión de liquidez a plazos de hasta 3 años, a través de distintos instrumentos, dentro de los cuales destacan los Repos de Cartera con Garantía Estatal asociados al Programa Reactiva Perú (6,8 por ciento del PBI). Asimismo, el saldo máximo de operaciones de inyección se registró a fines de enero de 2021. En términos comparativos, el saldo total de las operaciones de inyección de liquidez como porcentaje del PBI fue 4 veces el máximo saldo de estas operaciones alcanzado durante la Crisis Financiera Global

de 2008-2009 y 1,7 veces el saldo alcanzado durante el programa de desdolarización en 2014-2015 (el Gráfico 1-2 describe la escala de las operaciones de provisión de liquidez en el tiempo).

Gráfico 1-2: Línea de tiempo de las medidas implementadas entre mayo y junio 2020



A partir de enero 2021, el saldo de operaciones de inyección se fue reduciendo, dado que las amortizaciones del Programa Reactiva Perú implican una disminución en el saldo de repos de crédito con garantía del Gobierno Nacional. Esta dinámica fue compensada, parcialmente, por otros programas como repos de reprogramación de créditos y repos de expansión del crédito a largo plazo, en adición a compras de bonos del tesoro público que se iniciaron en diciembre de 2020. Por otro lado, las reprogramaciones de créditos, en el marco de Reactiva Perú, sirvieron para ampliar el plazo de las operaciones de inyección.

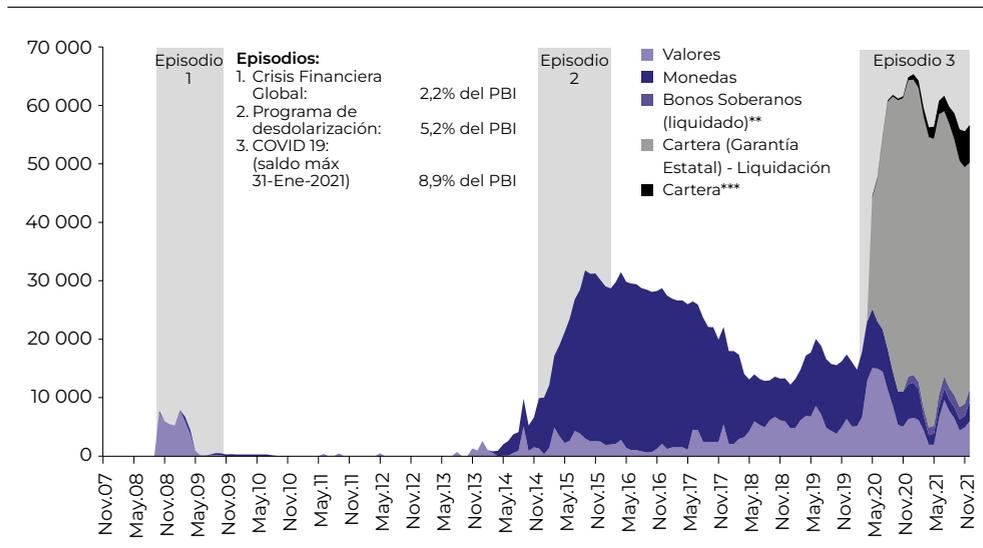
Por su parte, la Superintendencia de Banca, Seguros y Administradoras Privadas de Fondos de Pensiones (SBS) implementó diversas medidas para preservar la estabilidad del sistema financiero, así como para asegurar la continuidad operativa de las entidades bajo su supervisión. Estas acciones permitieron a las entidades financieras reprogramar créditos, sin afectar la calificación crediticia de los deudores, flexibilizaron los requisitos prudenciales, y autorizaron la liberación temporal de colchones de liquidez. Además, se prorrogaron los plazos para el protesto de títulos valores y se habilitaron excepciones similares para las cooperativas de ahorro y crédito, facilitando que los deudores pudieran cumplir con sus obligaciones en condiciones más flexibles. Paralelamente, para garantizar la continuidad de las operaciones en el sistema financiero, se ampliaron los límites para operaciones con dinero electrónico, a modo de facilitar las transacciones no presenciales.

El MEF implementó un paquete de estímulo fiscal, que incluyó transferencias directas a las familias, equivalentes al 2,0 por ciento del PBI, programas de apoyo financiero directo a las empresas más afectadas, el fortalecimiento del sistema de salud, y la recuperación del crecimiento de la inversión pública en el cuarto trimestre. Este programa fiscal incluyó subsidios salariales, créditos preferenciales y una serie de bonos de apoyo económico dirigidos a las familias más vulnerables, como el Bono Universal, destinado a hogares en situación de pobreza y extrema pobreza, y el Bono Independiente, orientado específicamente a trabajadores del sector informal. Además, se pospuso el pago de ciertos impuestos, como parte de las medidas de emergencia, para aliviar la carga financiera de empresas e individuos durante el confinamiento.

Así, el déficit fiscal pasó de representar el 1,6 por ciento del PBI en 2019 al 8,7 por ciento del PBI en 2020, como consecuencia del aumento en el gasto público y una significativa reducción de los ingresos fiscales. Sin embargo, en 2021, el déficit se redujo a 2,5 por ciento del PBI. Esta mejora en la consolidación fiscal se logró, en gran parte, debido a que muchas de las medidas de estímulo adoptadas en 2020 fueron de carácter transitorio. La reducción del déficit ayudó a mantener la deuda pública acotada, evitando una mayor acumulación de deuda a largo plazo.

Gráfico 1-3: Saldo de operaciones de inyección del BCRP

(En millones de soles)



* Al 31 de diciembre de 2021.

** Compra de bonos del Tesoro Público, en línea con el artículo 61 de la Ley Orgánica del BCRP.

*** Operaciones de reporte de cartera de créditos.

Fuente: BCRP.

Para financiar el aumento en el gasto, el Gobierno incrementó el endeudamiento tanto interno como externo. Por el lado externo, el Gobierno emitió bonos globales en los mercados internacionales y obtuvo préstamos de organismos multilaterales. Por el lado interno, se incrementó la emisión de bonos del tesoro y otros instrumentos de deuda para movilizar recursos dentro del país. Como resultado, la deuda pública de Perú, que antes de la pandemia representaba aproximadamente el 26 por ciento del PBI, aumentó a 34 por ciento del PBI en el año 2020. Aunque estos niveles de deuda se mantuvieron moderados en comparación con otros países de la región, significaron un incremento considerable en un corto periodo de tiempo.

El crédito evolucionó de forma contracíclica, como resultado de la política monetaria expansiva y del Programa Reactiva Perú. El crecimiento del crédito al sector privado se aceleró de 6,6 por ciento en 2019 a 10,8 por ciento en 2020, mientras que la del crédito del sector empresarial subió de 3,8 a 19,9 por ciento en similar periodo, una de las mayores a nivel mundial en 2020. Con ello, se previno la ruptura de la cadena de pagos y la actividad económica tuvo una rápida recuperación. Así, luego de haber experimentado una de las más profundas contracciones de la actividad económica en el tercer trimestre de 2020, el PBI mensual desestacionalizado recuperó sus niveles prepandemia en diciembre de ese mismo año.

Estas medidas contribuyeron a la recuperación económica en la segunda mitad del año 2020. Con la gradual reanudación de las operaciones de los sectores paralizados y la flexibilización de la inmovilización obligatoria, la actividad mostró una menor contracción en la segunda mitad del año (-5,0 por ciento); y en particular en el cuarto trimestre (-1,4 por ciento). A nivel sectorial, la recuperación fue desigual, con un desempeño más rápido en rubros como manufactura (2,0 por ciento en el cuarto trimestre) y pesca (38,6 por ciento en el cuarto trimestre). Asimismo, el sector construcción pasó de una caída de 66,4 por ciento en el segundo trimestre de 2020 a un crecimiento de 20,1 por ciento en el cuarto trimestre de dicho año.

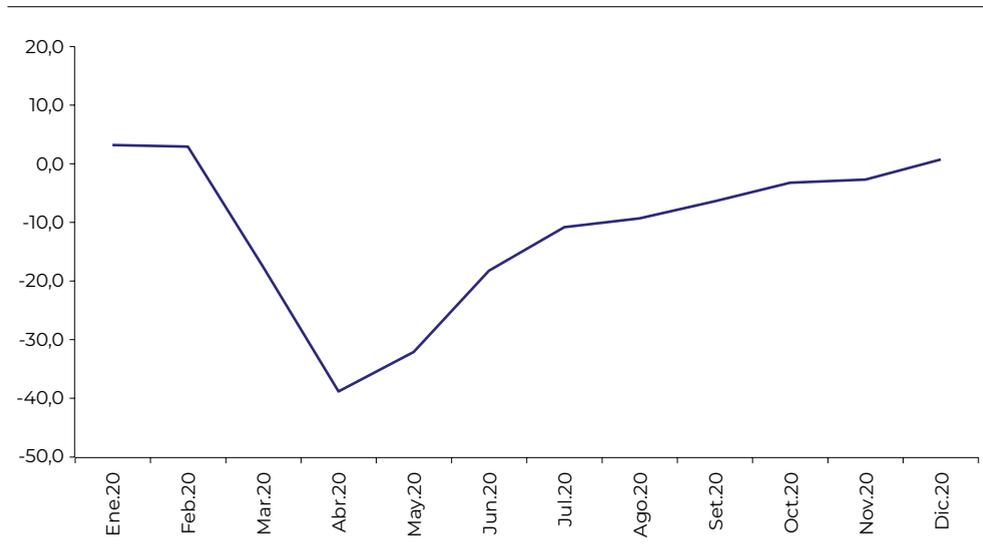
La producción de manufactura, por ejemplo, mostró signos de recuperación hacia finales de 2020, apoyada por la demanda externa y el Programa Reactiva Perú. Sectores como construcción, manufactura y comercio lograron recuperarse impulsados por el aumento de la inversión privada y el consumo interno. Asimismo, esta expansión del crédito empresarial tuvo un efecto positivo sobre el empleo en estos sectores, lo que ayudó a estabilizar el mercado laboral y reducir las tasas de desempleo, especialmente en actividades clave para la economía. Esta recuperación también fortaleció la confianza empresarial, y sentó las bases para un crecimiento sólido en los dos años siguientes.

El impulso crediticio, junto con la pronta recuperación de la actividad económica, en diversos sectores ayudó a contrarrestar los efectos de una de las contracciones más profundas en la economía peruana, que sucedió durante el segundo trimestre de 2020. Con ello, se generó un ambiente que permitió la reactivación gradual del

empleo y del consumo privado en el país, sentando las bases para una recuperación que, aunque incierta, comenzó a consolidarse en los meses posteriores (ver Gráfico 1-4)

Gráfico 1-4: PBI desestacionalizado

(Variación porcentual 12 meses)



Fuente: BCRP.

En cuanto a la inflación, esta se mantuvo en 2,0 por ciento durante 2020, en el centro del rango meta del BCRP (entre 1 y 3 por ciento). Sin las medidas de estímulo monetario implementadas, el escenario más probable era el de una deflación, con efectos adversos adicionales sobre la economía.

DISEÑO DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ PARA ENFRENTAR LA PANDEMIA

La pandemia de COVID-19 trajo consigo desafíos sin precedentes para las economías de todo el mundo. En el caso de Perú, el impacto económico fue particularmente severo. Las restricciones sanitarias y el confinamiento obligatorio generaron una disrupción en la cadena de pagos, así como una caída significativa en los ingresos de las familias y las empresas. Estas condiciones plantearon la necesidad urgente de implementar medidas económicas excepcionales, que evitaran un colapso económico y preservaran la estabilidad del sistema financiero.

Ante este escenario, el BCRP, en coordinación con el MEF, desarrolló el Programa Reactiva Perú, cuyo diseño se basó en la discusión que se daba a nivel mundial sobre las políticas económicas frente a la pandemia, adaptando experiencias internacionales a las características de la economía peruana. Este capítulo examina en detalle el diseño del Programa Reactiva Perú, con especial énfasis en el papel de las instituciones involucradas en la implementación de un programa que se convirtió en un ejemplo de coordinación entre la política fiscal y monetaria. Finalmente, se reflexiona sobre las lecciones aprendidas y los ajustes que se aplicaron al programa ante el contexto cambiante, modificándose montos, plazos y garantías conforme evolucionaba la crisis.

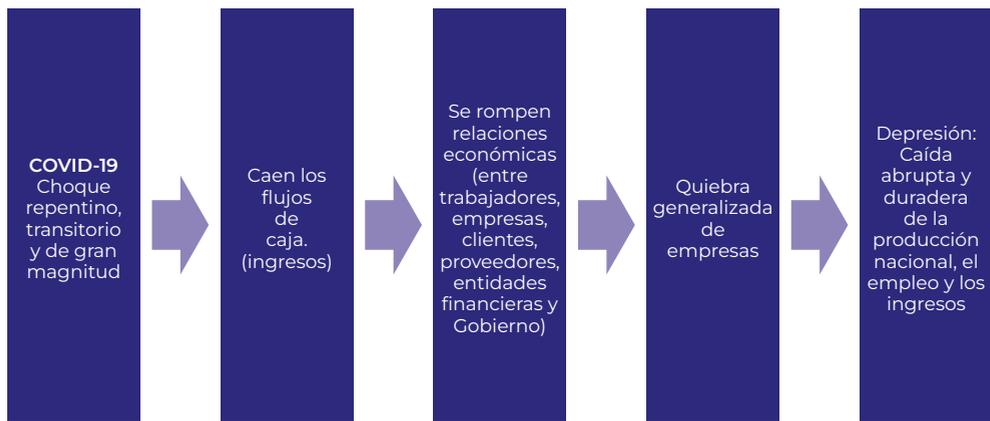
2.1 Creación del Programa Reactiva Perú

El año 2020 marcó un punto de inflexión global debido a la pandemia de COVID-19, que impactó severamente a Perú y al resto del mundo. Lo que comenzó como un brote en Wuhan, China, rápidamente se convirtió en una crisis sanitaria mundial, llevando a la Organización Mundial de la Salud a declarar la pandemia el 11 de marzo de 2020. En respuesta, el Gobierno peruano declaró la situación de Emergencia Sanitaria ese mismo día; y el Estado de Emergencia Nacional el 15 de marzo, implementando estrictas medidas de aislamiento social para contener la propagación del virus.

La pandemia representó un choque sin precedentes para la economía peruana, afectando tanto la oferta como la demanda. En el lado de la oferta, los efectos se manifestaron en la disrupción de la cadena de suministros, la contracción de la producción y el empleo, y la disminución en la inversión y productividad, afectando, a su vez, la capacidad productiva a mediano y largo plazo. En lo referido a la demanda, el

impacto se reflejó en la caída de la economía global, la pérdida de ingresos y empleos, y una creciente incertidumbre, que erosionó la confianza de consumidores y empresas. Esta significativa reducción en los ingresos de las familias, y en los flujos de caja de las empresas limitó su capacidad para cumplir con sus obligaciones económicas, incluyendo las obligaciones financieras. Esto generó un círculo vicioso de disminución de la demanda y producción, lo cual aumentó el riesgo de una profunda depresión económica (Ver Gráfico 2-1).

Gráfico 2-1: El COVID-19 y el riesgo de ruptura de la cadena de pagos



Fuente: Montoro (2020).

Antes de la pandemia, el Perú ya había enfrentado fracturas significativas en el sistema de pagos durante las crisis financieras asiática y rusa de 1997-1998. En aquella ocasión, los intermediarios financieros perdieron acceso al financiamiento, lo que afectó gravemente la provisión de crédito al sector real, y condujo a la quiebra a un número considerable de empresas. Sin embargo, en 2020, la crisis no se originó en el sector financiero, sino en la conmoción causada por la pandemia y las medidas sanitarias adoptadas para contenerla.

En preparación para eventos de crisis, el BCRP ya había diseñado –desde la Crisis Financiera Global de 2008-2009— un mecanismo de inyección de liquidez para situaciones excepcionales, a través de operaciones de reporte, con cartera de alta calidad crediticia de instituciones financieras. No obstante, esta herramienta no se había utilizado antes de la pandemia. La historia económica muestra que cada crisis es diferente y que, por lo tanto, es fundamental mantener la flexibilidad para adaptar los instrumentos existentes, y para crear nuevos.

En el contexto del COVID-19, el mecanismo de operaciones de reporte con cartera fue adaptado para hacer frente a la crisis, complementado con la garantía del Gobierno sobre la cartera crediticia usada como colateral. Así, frente a la pandemia del COVID-19, el BCRP, en coordinación con el MEF, desarrolló el Programa Reactiva Perú para asegurar

la continuidad de la cadena de pagos, proporcionando financiamiento para el capital de trabajo de las empresas con obligaciones a corto plazo con empleados y proveedores. De este modo, el BCRP pudo inyectar liquidez de manera masiva al sistema financiero, mientras que el Gobierno asumía parcialmente el riesgo crediticio adicional, incentivando a las entidades financieras a distribuir capital de trabajo a las empresas.

El Programa Reactiva Perú fue lanzado el 6 de abril de 2020 (mediante Decreto Legislativo N° 1455), apenas tres semanas después del inicio del Estado de Emergencia Nacional, y comenzó sus desembolsos, a través de las instituciones financieras, el 5 de mayo de 2020. Inicialmente, se asignaron S/ 30 mil millones en garantías, que luego se ampliaron a S/ 60 mil millones para responder a las necesidades emergentes durante el confinamiento. De esta manera, el primer desembolso se realizó después de 51 días del decreto de estado de emergencia, tras haber establecido los marcos normativos, contractuales y la estructura operativa necesaria.

En este programa, el BCRP proporcionó liquidez a las instituciones financieras participantes mediante un nuevo instrumento, denominado operaciones de reporte de créditos con garantía del Gobierno Nacional (Repos con Garantía). La asignación se hizo a través de las llamadas subastas inversas, dado que se priorizó a las entidades financieras que ofrecían las menores tasas de interés para las empresas que accedían al programa. Este mecanismo permitió al BCRP proveer liquidez a plazos de hasta tres años, con un año de periodo de gracia, utilizando como colaterales préstamos con garantías del Gobierno Nacional.

Las entidades financieras participantes, incluyendo bancos, financieras, cajas municipales y rurales, debían presentar una declaración jurada a COFIDE, asegurando el cumplimiento de los criterios de elegibilidad, y detallando los créditos otorgados. COFIDE verificaba esta información, y una vez garantizados los préstamos, las instituciones financieras accedían a la liquidez del BCRP, y desembolsaban los créditos a las empresas.

La creación de Programa Reactiva Perú representa un claro ejemplo de coordinación de la política monetaria con la política fiscal: el BCRP inyectó liquidez a gran escala mediante sus operaciones repo, mientras que el MEF absorbió gran parte del riesgo crediticio a través de las garantías. En cumplimiento de su Ley Orgánica, el BCRP puede realizar operaciones de inyección de liquidez, únicamente, con sus propios títulos o con títulos negociables, de primera calidad, emitidos por terceros. Los créditos garantizados por el Gobierno cumplían esta característica y hacían posible la inyección masiva de liquidez, mediante el uso de estos instrumentos como colateral. Además, la garantía estatal permitía al Gobierno absorber parcialmente el aumento en el riesgo crediticio del sector privado en el contexto de la pandemia, promoviendo así la estabilidad económica y financiera en un periodo de alta vulnerabilidad.

2.2 Bases para el diseño del programa

El diseño del Programa Reactiva Perú tomó en cuenta la discusión conceptual que se dio en círculos académicos y de política económica, a inicios de la pandemia,

así como las experiencias de Gobiernos, bancos centrales y otras instituciones a nivel global. Empero, las características particulares del programa, como los criterios de elegibilidad, la modalidad de subasta inversa para asignar la liquidez, entre otros, reflejó las características propias de la economía peruana, y la comprensión, por parte de las autoridades económicas, de la estructura productiva y financiera del país.

Esta sección se basa principalmente en Didier et al. (2021), un documento que sintetiza los aspectos clave de este debate y analiza las primeras experiencias a nivel internacional. Además, en esta sección se destacan tanto los elementos en común entre Reactiva Perú y otros programas implementados a nivel global, como las particularidades que hicieron de este esquema uno de los más exitosos. En particular, se resalta el volumen de créditos otorgados y la rapidez con la que la economía logró recuperarse tras el proceso gradual de reapertura.

Un objetivo importante de las políticas públicas—durante la fase de confinamiento del choque pandémico— fue garantizar que el crédito fluyera rápidamente hacia las empresas, especialmente a aquellas que enfrentaban graves déficits de liquidez, debido al colapso de sus ingresos. Esto significaba que las entidades financieras no solo debían refinanciar las líneas de crédito existentes, sino también extender nuevo financiamiento a sus clientes, dadas las mayores necesidades de liquidez. Asimismo, era sustancial tener en cuenta los dilemas subyacentes a las diferentes opciones de política económica, así como los incentivos que se generaban. También eran consideraciones clave la efectividad y los costos fiscales de las diferentes alternativas. No todos los Gobiernos tenían el espacio fiscal o monetario para implementar las necesarias políticas de mitigación.

Según Didier et al. (2021), las políticas adoptadas durante la pandemia de COVID-19 pueden agruparse en dos dimensiones: en primer lugar, la adaptación del marco regulatorio para enfrentar los desafíos impuestos por la crisis sanitaria; y, en segundo lugar, la provisión de crédito a las empresas con el fin de evitar la ruptura de la cadena de pagos.

2.2.1 Adaptación del marco regulatorio

La regulación y supervisión a los sistemas financieros en el mundo buscan que estos puedan enfrentar exitosamente choques económicos adversos. Los marcos legales y regulatorios se encuentran diseñados para mitigar el impacto de choques en el sistema financiero, y para establecer un plan de acción cuando estos ocurriesen, salvaguardando así la estabilidad del sistema. Por ejemplo, cuando una empresa incumple un pago, los bancos deben aumentar las provisiones para reflejar el mayor riesgo, y se reduce además la calificación crediticia de la empresa, lo cual genera incentivos para el cumplimiento de sus obligaciones. No obstante, durante la crisis del COVID-19, cuando los ingresos de la mayoría de las empresas sufrieron una caída considerable e inesperada, dicha revisión de la calificación crediticia no era informativa ni útil.

En este contexto de pandemia, los marcos regulatorios podían flexibilizarse para dar más tiempo a los deudores para que cumplieran con sus obligaciones financieras,

y evitar así aumentos innecesarios de los costos de endeudamiento, en la medida que pudieran preservar la estabilidad del sector financiero. Aplicar los procedimientos precrisis cuando las empresas de forma general no podían pagar sus obligaciones agudizaría las dificultades de los deudores y con ello, la calidad de la cartera de las entidades financieras. Asimismo, la liquidación innecesaria de empresas que podrían ser viables impondría costos aún mayores a la economía, profundizando aún más el impacto de la crisis.

Con esta consideración, las autoridades económicas en el mundo adaptaron las estructuras legales y regulatorias a la naturaleza única del choque del COVID-19. Varias de estas medidas de política estuvieron orientadas a las líneas de crédito existentes. Por ejemplo, algunos reguladores financieros permitieron a los bancos congelar sus provisiones y la clasificación crediticia de las empresas con respecto a la situación prepandemia (por ejemplo, diciembre de 2019) cuando renegociaban los términos de un préstamo con un cliente: Así, mientras dicha obligación no se clasificase como morosa, la renegociación no afectaría la calificación crediticia de la empresa.

Un significativo margen de ajuste para estas medidas era la elección de a qué conjunto de empresas se aplicarían. Algunos países otorgaron un trato diferenciado a determinadas empresas, mientras que otros lo aplicaron a todas, por ejemplo, implementando el aplazamiento automático de los pagos de préstamos. Asimismo, al permitir la reprogramación de las deudas, era trascendental que los reguladores y los acreedores no proporcionaran incentivos equivocados para que los prestatarios incurriesen en riesgo moral expost y no pagaran sus préstamos. Adicionalmente, era relevante seguir de cerca la implementación de tales medidas —y su impacto potencial— para preservar la estabilidad del sector financiero, así como enfatizar la naturaleza excepcional de aquellas, mientras se desarrollaba la crisis del COVID-19.

En el contexto del COVID-19 en el Perú, tanto la SBS como el BCRP tomaron acciones orientadas a la reprogramación de créditos⁶. Desde marzo de 2020, la SBS facultó a las entidades del sistema financiero a adoptar medidas de excepción para que los deudores —personas naturales y empresas— que fueron afectados por el Estado de Emergencia pudiesen cumplir con el pago de los créditos que mantenían vigentes. De acuerdo con ello, las entidades financieras pudieron modificar las condiciones contractuales de las diversas modalidades de créditos, de manera general, sin necesidad de contactar a cada cliente de manera individual. Asimismo, se estableció que esta modificación no constituyera una refinanciación ni un deterioro de la calificación crediticia de los deudores. Esto fue condicionado a que el plazo total de los referidos créditos no se extendiese por más de seis meses del vencimiento original (posteriormente, este periodo fue ampliado a 12 meses), y que, a la fecha de declaratoria de emergencia, los deudores se encontraran al día en sus pagos. El saldo total de créditos reprogramados por las sociedades creadoras de depósito (bancos, financieras, cajas municipales y cajas rurales) alcanzó un máximo en junio de 2020 de S/ 128 mil millones (equivalente a 36 por ciento de la cartera).

6 BCRP, Memoria 2020.

Por su parte, el BCRP aprobó, el 7 de junio de 2020, una nueva modalidad de operaciones de reporte, a la cual, las entidades financieras podían acceder, siempre y cuando reprogramaran créditos a menores tasas y mayores plazos. Con estas operaciones, las empresas del sistema financiero podían obtener liquidez del BCRP mediante operaciones de reporte a largo plazo (hasta 4 años), si cumplían con refinanciar créditos de sus clientes, a plazos entre 6 y 48 meses, y a tasas de interés menores a las pactadas inicialmente.

Los colaterales aceptados para dichas operaciones de reporte fueron títulos valores del Gobierno o del BCRP, moneda extranjera, y también cartera crediticia (con un *haircut* o descuento) para entidades financieras con una alta calificación crediticia. El monto refinanciado debía ser equivalente al que la entidad financiera se hubiera adjudicado en la operación. Este programa finalizó en octubre de 2021. Los efectos de estas operaciones se reflejaron en mejores condiciones para los deudores del sistema financiero, ayudando a la recuperación del choque negativo de la pandemia.

2.2.2. Provisión de crédito a las empresas

Las medidas en este ámbito se pueden dividir en políticas monetarias y regulatorias, por un lado, y políticas orientadas a transferir el riesgo crediticio al Gobierno, por el otro.

- **Políticas monetarias y regulatorias**

Los bancos centrales reaccionaron con rapidez reduciendo las tasas de interés. Sin embargo, las medidas convencionales de política monetaria podían tener un impacto limitado en el contexto del COVID-19. En condiciones normales, una menor tasa de política monetaria reduce el costo de financiamiento para las empresas, incentivando la inversión. No obstante, las restricciones sanitarias y la incertidumbre sobre la magnitud y duración del choque podían limitar la efectividad de estos estímulos. Además, en muchos países, las tasas de interés ya eran bajas antes de la pandemia, reduciendo el margen para nuevos recortes.

Algunos bancos centrales implementaron medidas de flexibilización cuantitativa, ampliando las líneas de liquidez para los bancos a bajo costo, con el objetivo de incentivar el financiamiento a empresas y familias. A diferencia de una crisis financiera típica, en esta ocasión las entidades bancarias no enfrentaban problemas graves de liquidez, pero sí debían gestionar un riesgo crediticio significativamente mayor, derivado de la magnitud e incertidumbre del choque pandémico. Las políticas de liquidez son efectivas en la medida en que los bancos transfieran estos recursos a la economía real. Por ello, para restablecer el mecanismo de transmisión de la política monetaria, era fundamental que la expansión monetaria estuviera acompañada de una asunción parcial del riesgo crediticio por parte del Gobierno.

En la misma línea, algunos reguladores relajaron los requisitos de capital de Basilea III para las entidades financieras, incluyendo los colchones de capital anticíclicos, de conservación y de riesgo sistémico. No obstante, para que el capital

liberado y la mayor liquidez disponible se tradujeran en un aumento del crédito a las empresas, era necesario generar incentivos adicionales. Dado el contexto de elevado riesgo crediticio, estas medidas por sí solas no eran suficientes para impulsar el financiamiento.

El BCRP respondió rápidamente a la crisis del COVID-19, reduciendo la tasa de interés de referencia de 2,25 a 0,25 por ciento entre marzo y abril de 2020. Dicha tasa, similar a la tasa de la Fed, fue la más baja de la región y estuvo en su nivel histórico más bajo. Además, implementó medidas de inyección de liquidez, sin precedentes, incluyendo operaciones de reporte con créditos con garantía del Gobierno, y la reducción de encajes en soles y dólares.

Por su parte, en marzo de 2020, la SBS suspendió temporalmente la aplicación de los límites de los ratios de cobertura de liquidez en moneda nacional y moneda extranjera (los límites de 100 por ciento en ambos casos se restablecieron en febrero de 2022), y se facultó a las instituciones financieras a usar el patrimonio efectivo adicional por ciclo económico que habían acumulado. La SBS también adaptó el marco regulatorio, reconociendo la naturaleza de riesgo soberano de las operaciones del Programa Reactiva Perú. Posteriormente, en junio, se excluyó del cálculo de las provisiones relacionadas con el riesgo de sobreendeudamiento de deudores minoristas, a la parte de las exposiciones que contara con la cobertura de la garantía del Programa Reactiva Perú.

- **Transferencia del riesgo crediticio al Gobierno**

La incertidumbre generada por la pandemia llevó a las entidades financieras a mostrarse renuentes a otorgar crédito, debido al alto riesgo de pérdidas. Para contrarrestar esta situación y garantizar la expansión del crédito, era fundamental que los Gobiernos asumieran parte de ese riesgo.

En respuesta, se implementaron diversas medidas, como la capitalización de bancos estatales, programas de garantía estatal a gran escala —que cubrieron entre el 70 y el 90 por ciento de los préstamos— y compras masivas de carteras de crédito. La viabilidad de estas políticas dependía del contexto institucional de cada país, incluyendo la existencia previa de banca estatal o esquemas de garantía. No obstante, su implementación presentó desafíos, en especial la necesidad de establecer nuevos canales de distribución para agilizar el acceso a los recursos.

Al considerar políticas destinadas a transferir el riesgo crediticio al Gobierno, era útil distinguir entre grandes corporaciones y las micro y pequeñas empresas (MYPE). Mientras que las empresas más grandes pueden utilizar una combinación de crédito bancario y financiamiento del mercado de capitales, las MYPE tienden a depender, principalmente, del financiamiento de las entidades financieras. Al mismo tiempo, precisamente debido a su tamaño, las empresas más grandes también tienen un mayor poder de negociación con los agentes financieros que las MYPE y, por lo tanto, podrían estar en mejores condiciones de afrontar el choque.

Las políticas destinadas a transferir el riesgo crediticio al Gobierno debían diseñarse de manera que minimizaran el costo fiscal. Para ello, era fundamental

considerar dos aspectos. En primer lugar, la escala desempeñaba un papel clave, ya que permitía diversificar el riesgo tanto entre distintos sectores productivos como entre empresas dentro de cada sector. En segundo lugar, era esencial establecer incentivos adecuados para acreedores y deudores. Un ejemplo de ello son los esquemas públicos de garantía parcial de crédito, donde la cobertura es inferior al 100 por ciento, lo que asegura que los bancos conserven el incentivo para seleccionar y monitorear a los prestatarios. En cuanto a las empresas, el desafío era evitar el problema de riesgo moral⁷ expost de que las empresas no pagaran sus préstamos.

Además, era crucial asegurar que la liquidez obtenida a través de las políticas de financiamiento se utilizara para preservar relaciones comerciales valiosas, en lugar de desviarse hacia otros fines. Dado que las empresas podrían subestimar el valor social de estas relaciones, resultaba esencial diseñar incentivos que fomentaran su mantenimiento, los que debían estar equilibrados con los costos asociados al monitoreo.

Este enfoque de transferencia del riesgo crediticio al Gobierno también es abordado en Carstens (2020), donde se propone un programa de apoyo a empresas con garantías estatales, financiado mediante una facilidad del banco central. El documento enfatiza la importancia de evitar que los riesgos sistémicos se trasladen a los bancos o al banco central. El esquema planteado sugiere que el monto garantizado sea equivalente a los impuestos pagados por la empresa el año previo, permitiendo que los bancos otorguen préstamos por dicha suma con la única prueba de pago de esos tributos. Estos créditos serían titulizados para que los bancos pudieran obtener liquidez del banco central. Bajo este modelo, las eventuales pérdidas recaerían en el Gobierno. Además, Carstens recomienda que los préstamos se limiten a empresas que hayan sido rentables el año anterior, con el fin de reducir riesgos de fraude o manipulación.

En el caso peruano, el Programa Reactiva Perú combinó la expansión cuantitativa, llevada a cabo por el BCRP, con la asunción del riesgo crediticio por parte del Gobierno mediante garantías. El programa estableció mayores porcentajes de garantías para créditos de menor monto y un límite al tamaño máximo de los mismos, facilitando así el acceso, principalmente, a las empresas más pequeñas. Los montos de los créditos se vincularon a las ventas declaradas para el pago de impuestos del año anterior. De este modo, el diseño del programa contempló que el riesgo fuera asumido por el Gobierno y no por el BCRP. Adicionalmente, se implementaron programas complementarios, como el Fondo de Apoyo Empresarial a la MYPE (FAE-MYPE), que ofreció garantías de hasta el 98 por ciento para créditos a micro y pequeñas empresas, con financiamiento gubernamental.

7 El riesgo moral es una situación en la que una parte se comporta de manera más riesgosa porque sabe que no tendrá que asumir todas las consecuencias negativas de sus acciones, debido a que otra parte, como el Gobierno, cubrirá esos costos. Por ejemplo, esto puede ocurrir cuando alguien tiene un seguro y actúa con menos cuidado, sabiendo que la aseguradora pagará por los daños.

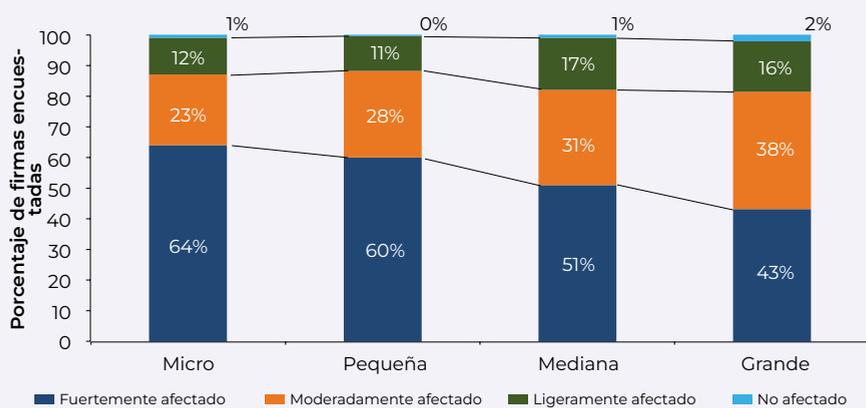
Recuadro 4 ¿CÓMO SE COMPARA REACTIVA CON OTROS PROGRAMAS CREDITICIOS RESPALDADOS POR GARANTÍA ESTATAL?

Autor: Marco Vega

Los diversos Gobiernos del mundo, durante la pandemia, tuvieron que intervenir y absorber el mayor riesgo en la provisión de crédito para garantizar que las empresas tengan recursos suficientes durante el confinamiento. Algunos Gobiernos capitalizaron sus bancos estatales; otros ampliaron sus programas de garantía de crédito públicos ya existentes, y otros, como el Perú, implementaron un programa nuevo.

Las empresas, en general, sintieron el efecto directo de los confinamientos impuestos por los Gobiernos para evitar los contagios por COVID-19. Pero en particular fueron las micro, pequeñas y medianas empresas las más perjudicadas. A nivel global, una encuesta del *International Trade Center* en la que se preguntó a 2 170 empresas de 121 países sobre el efecto de la pandemia en sus operaciones comerciales, muestra que estas compañías fueron fuertemente afectadas (Ver Gráfico R4-1).

Gráfico R4-1: Impactos del COVID-19 según tamaño de empresas



Nota: Cálculos del International Trade Center basados en la Encuesta de Impacto Empresarial COVID-19. Datos recopilados del 21 de abril al 2 de junio de 2020.
Fuente: International Trade Centre (2020).

Programas en Latinoamérica

La mayoría de los programas COVID-19 aprovecharon sus plataformas existentes para apoyar a las empresas de gran tamaño. Por ejemplo, en el caso de Chile, se amplió el uso del Fondo de Garantías para Pequeños Empresarios (FOGAPE), que en el periodo anterior al COVID-19 atendía a micro y pequeñas empresas (ventas anuales de hasta 12 millones de dólares), para garantizar también a empresas más grandes (ventas anuales hasta 30 millones de dólares) durante la pandemia.

Inclusive, otros programas empezaron a atender a empresas del sector informal. El FNG-Colombia creó incentivos para que las microempresas, y los trabajadores por cuenta propia se formalicen ofreciendo una mayor tasa de cobertura. En la mayoría de las economías avanzadas, los programas tenían líneas de garantía a las que podían acceder las empresas más grandes. Aunque las MYPE y, en particular, las microempresas tenían mejores condiciones de garantía, las grandes empresas recibieron una parte importante del volumen total garantizado durante la crisis y, en algunos casos, contaban con un servicio separado dentro del plan.

Generalmente se concedieron periodos de gracia de un año. Si bien existe una mayor heterogeneidad en el vencimiento, en la mayoría de los casos no superó los 10 años. Asimismo, las condiciones variaron según el sector económico y el tamaño de la empresa. Por ejemplo, el FNG en Colombia tenía parámetros diferenciados, dependiendo de si el crédito era para capital de trabajo o financiamiento de nómina o planilla, trabajadores independientes, microempresas formales e informales, MYPE y grandes empresas más afectadas por la pandemia de COVID-19, grandes empresas en general, o hipotecas.

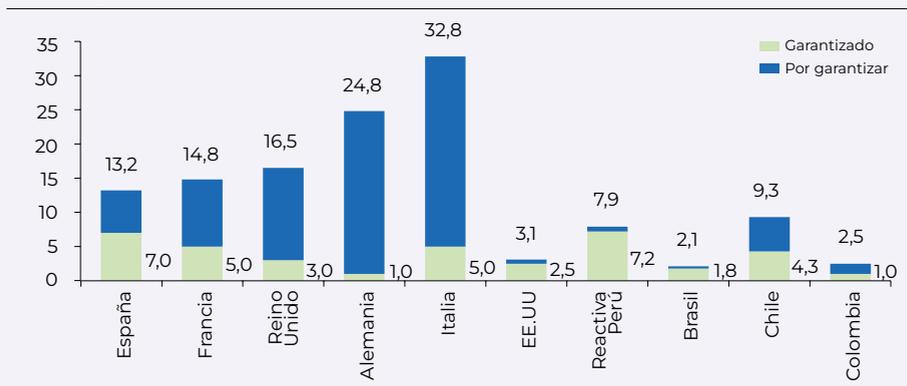
Otros programas

En Europa, las garantías debían otorgarse a más tardar el 31 de diciembre de 2020, y podían referirse tanto a préstamos de inversión como de capital de trabajo. La duración de la garantía se limitó a un máximo de seis años y la garantía pública osciló entre el 70 y 100 por ciento del principal del préstamo (Falagiarda et al., 2020; Humala, 2020). Cuando el tamaño del préstamo disminuyó con el tiempo, a medida que los préstamos comenzaron a reembolsarse, el monto garantizado se reducía proporcionalmente.

Solo se concedían garantías públicas a empresas solventes. Esto limitó el otorgamiento de las garantías para las empresas que enfrentaban sobreendeudamiento, debido a la crisis anterior.

Gráfico R4-2: Tamaño de programas de garantía estatal por país a octubre 2020

(Porcentaje del PBI por país a octubre 2020)

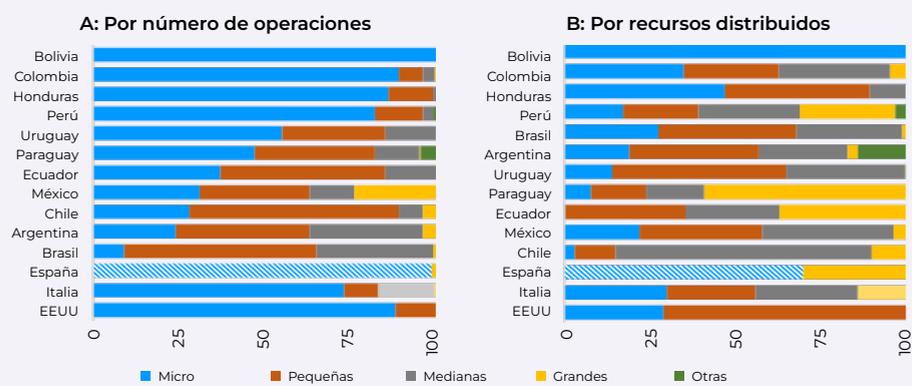


Fuente: Fiscal Monitor, database of country measures in response to the COVID-19 Pandemic, Analytical Corner, Government support to firms during COVID-19: Benefits, costs and risks (FMI, octubre 2020), MEF y COFIDE.

El Gráfico R4-2 a continuación muestra el tamaño de los programas de garantía de crédito en países seleccionados de Europa y América. Se observa que el tamaño de los programas europeos fue más grande y osciló entre 13 y 33 por ciento del PBI, aunque la ejecución de los programas solo llegó a estar en el rango de 1 a 7 por ciento del PBI. En ese sentido, el Programa Reactiva –a octubre de 2020– alcanzó un 7,2 por ciento de PBI en términos de ejecución, el mayor porcentaje dentro de los países de la región.

Si se compara la composición por el tamaño de empresas de destino beneficiadas por los préstamos garantizados, se aprecia en el Gráfico R4-3 (Panel A) que, por número de operaciones, la gran mayoría se dirigió hacia las micro y pequeñas empresas. Cuando se compara la composición por empresas del volumen de préstamos garantizados (Panel B), se observa más presencia de empresas medianas y grandes. Esto es consistente con la diferencia en la escala de las operaciones por tamaño de empresa y sus necesidades de financiamiento.

Gráfico R4-3: Garantías colocadas por tamaño de firmas



Fuente: Rudolph et al. (2022).

Note: La clasificación de empresas por tamaño es particular a cada país. La categoría "Otras" considera a los trabajadores independientes en Colombia y a las empresas corporativas en el Perú (COFIDE). El área discontinua de España muestra las pequeñas y medianas empresas.

En suma, se observa que el Reactiva Perú, comparado con otras experiencias similares, tuvo un tamaño (en término de recursos comprometidos) comparable a programas de países europeos, y que, además, tuvo un nivel de ejecución significativo. Estos préstamos han atendido – en número de operaciones – principalmente a las micro y pequeñas empresas, tal como ha sido el caso en el Perú como en otros países.

2.3 Objetivo y elementos distintivos del programa⁸

El Programa Reactiva Perú tuvo como objetivo principal garantizar la continuidad de la cadena de pagos, es decir, asegurar que las transacciones económicas

8 Véase también Montoro (2020).

entre empresas, proveedores, trabajadores y clientes pudieran llevarse a cabo sin interrupciones. Esto implicaba que las empresas tuvieran suficiente liquidez para cumplir con sus obligaciones de pago a tiempo, como salarios, compras de materias primas, alquileres y otros costos operativos. Esto fue esencial para evitar el efecto dominó que podría resultar en la quiebra de empresas, que dependían de pagos oportunos por parte de sus clientes y proveedores.

2.3.1 Características del programa

Para lograr el objetivo de preservar la cadena de pagos, el Programa Reactiva Perú tuvo condiciones favorables para que las entidades financieras otorgaran créditos accesibles a las empresas, permitiéndoles mantener su operatividad. Las principales características que hicieron posible esta liquidez oportuna y de bajo costo fueron:

- a) **El monto fue relevante en términos macroeconómicos.** Se creó un programa de garantía estatal que fuera masivo y que apoyara a gran cantidad de empresas. Este respaldo representó hasta el 8,2 por ciento del PBI (S/ 60 mil millones tras la ampliación del monto inicial de S/ 30 mil millones⁹).
- b) **Los montos máximos por deudor consideraron criterios objetivos relacionados con las necesidades de capital de trabajo.** Con el objetivo de simplificar la determinación de las necesidades de financiamiento de cada empresa, se vinculó el monto del préstamo a sus obligaciones tributarias, las cuales, a su vez, estaban relacionadas con sus demandas de capital de trabajo. En una primera etapa, el dinero de la garantía a los créditos se basó en las contribuciones a EsSalud por tres meses o en las ventas declaradas a la Superintendencia Nacional de Aduanas y de Administración Tributaria (SUNAT) por un mes del año 2019. Posteriormente, debido a la ampliación de la cuarentena¹⁰, en la segunda etapa del programa, el valor se amplió a tres meses de ventas declaradas o, en el caso de microempresas, a dos veces el saldo promedio de deuda de 2019 (hasta una cantidad máxima de garantía del crédito de S/ 40 mil). En ambos casos, se estableció un monto máximo por préstamo de S/ 10 millones, limitando el acceso a las empresas más grandes. Estos cambios favorecieron principalmente a las empresas más pequeñas, permitiéndoles acceder a créditos mayores a los que habían recibido antes, aunque acorde con su historial crediticio.
- c) **La mayor garantía se otorgó a las empresas más pequeñas y, por lo tanto, más vulnerables.** Para reducir el riesgo crediticio de las entidades financieras, se otorgó una garantía del Gobierno Nacional que variaba entre 80 y 98 por ciento según el valor del préstamo. Los préstamos de menor tamaño, generalmente asociados a las empresas más pequeñas,

9 Decreto Legislativo N° 1485 del 10 de mayo de 2020.

10 Decreto Supremo N° 124-2020-EF del 28 de mayo de 2020.

contaron con un mayor porcentaje de garantía. De esta forma, los créditos con mayor porcentaje de garantía se podían asignar a las empresas que podrían tener mayores asimetrías de información con el sistema financiero. Esta garantía actuó como un mecanismo de absorción de riesgo, ante las condiciones excepcionales, y su cobertura fue ampliada en junio de 2020¹¹.

La garantía parcial del Gobierno Nacional 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 requiriesen mayores niveles de capital, que aquellos que se requieren cuando las entidades del sistema financiero adquieren activos con riesgo soberano. Para ello, la SBS precisó que a los créditos cubiertos por la garantía estatal no se les aplicaría 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. Estas precisiones permitieron que las entidades financieras pudieran emplear los ahorros, resultantes de una menor carga regulatoria, y trasladarlos a una menor tasa de interés activa, para las empresas que se acogieron al programa.

Cuadro 2-1: Comparación de créditos garantizados

Porcentaje de Garantía	Créditos por empresa (en soles)	
	Montos iniciales 1/	Montos modificados 2/
98%	Hasta 30 000	Hasta 90 000
95%	De 30 001 hasta 300 000	De 90 001 hasta 750 000
90%	De 300 001 hasta 5 000 000	De 750 001 hasta 7 500 000
80%	De 5 000 001 hasta 10 000 000	De 7 500 001 hasta 10 000 000

Notas:

1/ Créditos garantizados hasta antes del 1 de junio de 2020.

2/ Créditos garantizados después del 1 de junio de 2020.

Fuente: DL N° 1455 y DS N° 124-2020-EF.

- d) Se priorizó el acceso a las empresas con buen desempeño antes de la pandemia.** Para incentivar el ingreso al programa de compañías que se encontraban sólidas antes de ocurrido el choque del COVID-19, se incluyeron precondiciones como las de buen contribuyente¹² y deudor responsable¹³ previo a la pandemia, lo cual era sencillo de corroborar según información de la SUNAT y de la SBS. Estos requisitos servían para asegurar

11 Modificación del Reglamento Operativo del Programa Reactiva Perú, mediante Resolución Ministerial N° 165-2020-EF/15.

12 No se permitió que las empresas que tengan deuda tributaria accedan al programa. En particular, no podían beneficiarse del programa las empresas con deudas tributarias en cobranza coactiva mayores a 1 UIT al 29 de febrero de 2020

13 Las empresas debían estar clasificadas en la categoría de "Normal" o "Con Problemas Potenciales" (CPP) en la central de riesgo de la SBS al 29 de febrero de 2020.

que los fondos se destinaban a empresas viables que solo enfrentaban dificultades temporales, debido a la pandemia.

Se estableció, además, una serie de requisitos verificables que las empresas debían cumplir. Entre ellos, se requería que las solicitantes no mantuvieran ningún vínculo con la institución financiera otorgante del crédito; asimismo, se exigía la abstención de desarrollar actividades incluidas en una Lista de Exclusión y la no participación en actos de corrupción, conforme a la normativa peruana¹⁴.

De igual forma, se impuso el cumplimiento de otras obligaciones mediante declaración jurada. Con el fin de prevenir conflictos de interés, las empresas debían manifestar que no tenían relación alguna con la entidad financiera que otorgaba el crédito. Se establecieron restricciones específicas sobre el uso de los recursos, de modo que estos se destinaran exclusivamente a la recuperación y continuidad operativa de la actividad empresarial. En consecuencia, durante la vigencia del crédito, las empresas no podían distribuir dividendos ni repartir utilidades, salvo el porcentaje obligatorio asignado a sus trabajadores. Además, los créditos no podían emplearse para saldar obligaciones financieras preexistentes ni para prepagar compromisos vigentes antes de cancelar el crédito originado en el marco del programa. Estos requerimientos aseguraban que los recursos se utilizaran exclusivamente para fortalecer la recuperación y la sostenibilidad de las empresas durante la crisis.

- e) **El mecanismo de inyección de liquidez se diseñó para potenciar la transmisión de la política monetaria expansiva.** Para asegurar condiciones financieras favorables a las empresas, se utilizó principalmente un mecanismo de subasta inversa¹⁵, asignando la liquidez de manera competitiva entre las entidades financieras. Mediante este mecanismo, las entidades pujaban por acceder a los fondos del BCRP ofreciendo las tasas de interés más bajas para los créditos que, luego, otorgarían a sus clientes, y a un plazo largo, tal como es el de 36 meses con 12 meses de gracia. Este proceso garantizaba que los recursos del BCRP se canalizaran hacia aquellas instituciones dispuestas a ofrecer condiciones más favorables, promoviendo así una asignación eficiente de los recursos y un menor costo financiero para las empresas que se acogieron al programa.

Mediante este mecanismo de subasta inversa del programa, se potenció la transmisión de la reducción de la tasa de interés de referencia

14 En particular, se consideraron las exclusiones consideradas en la Ley N° 30737, "Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del estado peruano en casos de corrupción y delitos conexos".

15 En el tramo final del programa, también se asignaron fondos de forma acotada mediante colocación directa, con el objetivo de asegurar que la demanda total de liquidez sea satisfecha por el programa. Se realizaron colocaciones directas entre el 15 y el 28 de setiembre de 2020, por un total de S/ 11,5 millones.

del BCRP al resto de tasas del sistema financiero, lo cual, a su vez, permitió que se logre una disminución histórica en las tasas de interés, particularmente para las pequeñas y microempresas. Por ejemplo, las tasas para estas empresas se redujeron de un nivel de 32 por ciento antes del programa a 2,8 por ciento en promedio con la implementación del programa.

Cabe mencionar que las operaciones de Reporte con Garantía se realizaron bajo dos modalidades: el esquema especial y el regular. El primero estaba diseñado para los créditos más pequeños (por debajo de S/ 10 000), los cuales se administraban mediante fideicomiso de titulización. Bajo este esquema, el BCRP aceptaba como colateral los certificados de participación de este fideicomiso garantizado por COFIDE. Se diferenciaba del esquema regular, en el que COFIDE asignaba un certificado de garantía a cada crédito de la cartera, el cual cubría un porcentaje del total del préstamo. Además, se estableció una comisión por el otorgamiento de la Garantía del Gobierno Nacional, la que era transferida por COFIDE a la cuenta principal del Tesoro Público. En el Reglamento Operativo del programa se incluyó un tarifario en el que se establecía que la comisión de garantía era igual a 50 puntos básicos anuales, que incluía IGV y gastos administrativos de COFIDE.

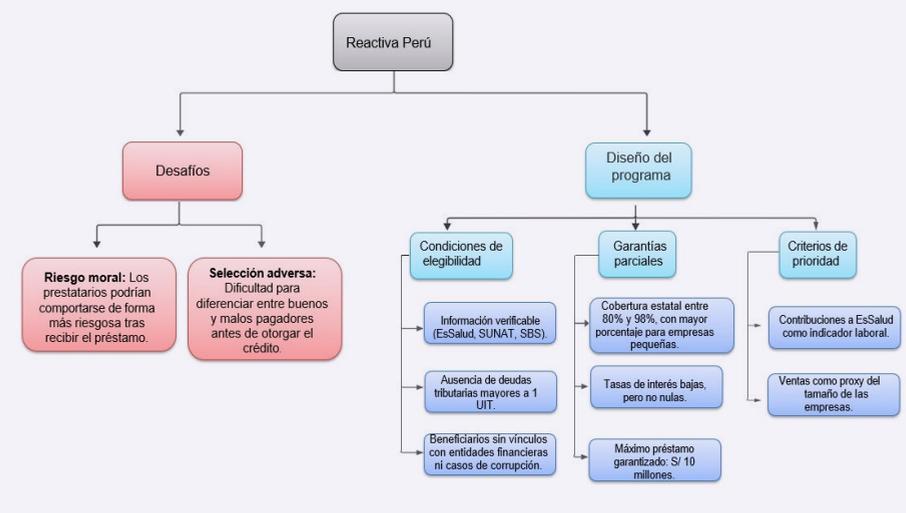
Gracias a estas características, el programa no solo logró una inyección masiva de liquidez, sino que también facilitó su distribución a través de un amplio número de entidades financieras, lo que permitió que el financiamiento llegara a micro, pequeñas, medianas y grandes empresas. Este enfoque generó impactos inmediatos: (i) ayudó a reducir directamente los problemas de liquidez de más de medio millón de empresas, disminuyendo su riesgo de quiebra, y preservando tanto la solvencia empresarial como los empleos, en un momento crítico; y (ii) redujo el costo esperado del riesgo de crédito para las entidades financieras, incentivándolas a proporcionar a las empresas el capital de trabajo, necesario para cubrir sus obligaciones durante el confinamiento, preservando su viabilidad y también la estabilidad del sistema financiero.

Recuadro 5 CALIBRACIÓN DE LOS CRITERIOS DE ACCESO

Autor: Manuel Ruiz

El diseño del Programa Reactiva Perú debía tener en cuenta, tanto la **magnitud** de la inyección de liquidez requerida, la cual debía ser coherente con la magnitud del choque adverso, así como la **urgencia** de que estos recursos fuesen otorgados a los agentes económicos de manera **eficiente y oportuna**. Por un lado, el monto del programa fue grande (S/ 60 mil millones) y masivo (para cubrir todo tipo de empresas). Por otro lado, para lograr una asignación eficiente de recursos, el diseño del programa debía contener incentivos para el sector financiero, de forma que se minimizaran los problemas de falta de datos de las empresas pequeñas, sin historial crediticio, esto es, lo que se denomina asimetría de información para las operaciones de financiamiento.

Gráfico R5-1: Estructura del Programa Reactiva Perú



En el Gráfico R5-1 se muestra la estructura del Programa Reactiva Perú. En primer lugar, el otorgamiento de préstamos suele enfrentar dos problemas importantes: el riesgo moral y la selección adversa. El primero ocurre cuando los prestatarios, una vez que reciben el crédito, se comportan de manera más riesgosa porque no temen las consecuencias negativas de sus acciones (caen en incumplimiento de pago). Por otro lado, la segunda se refiere a que los prestamistas no pueden diferenciar adecuadamente entre los buenos y los malos pagadores, antes de otorgar el crédito, lo que puede conducir a que las empresas con mayores probabilidades de incurrir en mora sean las más interesadas en

solicitar los préstamos. Ambas dificultades pueden generar una cartera de préstamos de baja calidad, y mayores tasas de morosidad.

En segundo lugar, el diseño del programa debía contener incentivos para minimizar estos problemas y lograr una asignación eficiente de recursos. Estos incentivos incluyeron condiciones de elegibilidad claras, basadas en criterios objetivos (se utilizó información verificable de las empresas, disponible en fuentes oficiales: EsSalud, SUNAT y central de riesgos de la SBS) para asegurar que las empresas que se acogieron al programa fuesen buenos deudores y contribuyentes (ausencia de deudas tributarias en cobranza coactiva mayores a 1 UIT). Además, los beneficiarios no debían estar vinculados a entidades financieras otorgantes del crédito, ni estar comprendidos en casos de corrupción. También se consideró la calificación crediticia de las empresas antes de la pandemia (categoría "normal" o "con problemas potenciales"), como un indicador de la probabilidad de cumplimiento. Con el objetivo de atender a más empresas, se fijó un monto máximo de préstamo garantizado de S/ 10 millones.

Además, dado que el programa se orientó al pago de capital de trabajo, y considerando la urgencia de que los ingresos de los trabajadores en planillas no mermaran, se tuvo en cuenta como criterio el monto de contribuciones a EsSalud. En segundo lugar, se introdujo el criterio de ventas como una variable o *proxy* más amplia del tamaño de las empresas.

Para fomentar que las entidades financieras realizaran esfuerzos adecuados en la evaluación de la capacidad de pago de sus clientes, el programa incluyó garantías estatales significativas, pero parciales. Estas garantías, otorgadas por el Gobierno Nacional, oscilaron entre el 80 y el 98 por ciento del monto de crédito, con mayores porcentajes asignados a las empresas de menor tamaño. Ello permitía absorber el riesgo en condiciones excepcionales (reduce el riesgo crediticio que enfrentan las entidades financieras), disminuyendo el costo del crédito.

De esta manera, el programa evitó otorgar una garantía total (100 por ciento), puesto que ello habría eliminado los incentivos de los bancos para monitorear adecuadamente a sus clientes. En este contexto, establecer garantías del 80 al 98 por ciento resultó idóneo, ya que equilibró la necesidad de mitigar el riesgo, con la obligación de las entidades financieras de realizar una supervisión responsable de sus deudores.

Estos umbrales se establecieron considerando una duración limitada de las restricciones impuestas por el Gobierno para hacer frente a la pandemia, tal como se contempló cuando se diseñó el programa, con una previsión de reapertura o normalización de las actividades económicas en los meses posteriores.

Recuadro 6 ASPECTOS JURÍDICOS PARA LA IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

Autores: Héctor Herrera y José Alonzo Jimenez

La propagación del coronavirus en el país no solo afectó las perspectivas de crecimiento en la economía nacional, sino que generó diversas contracciones en los fondos de capital de trabajo de las empresas locales, situación que impidió el reinicio de actividades económicas luego del periodo de contención propuesto por el Ejecutivo. En el contexto descrito, las empresas locales experimentaron severas dificultades para el cumplimiento de obligaciones de pago con sus trabajadores y sus proveedores, configurándose el riesgo de interrupción y rotura de la cadena de pagos en la economía nacional.

En respuesta, a través del Decreto Legislativo N° 1455, publicado en el diario oficial el 6 de abril de 2020, el Poder Ejecutivo creó el Programa Reactiva Perú para asegurar la continuidad en la cadena de pagos ante el impacto del COVID-19. Una semana después, el 13 de abril de 2020, fue publicado en el diario oficial el Reglamento Operativo del Programa Reactiva Perú a través de la Resolución Ministerial 134-2020-EF-15, norma que reguló los aspectos operativos y disposiciones complementarias indispensables para la implementación del Programa en el país.

El Programa Reactiva Perú implicó, en términos jurídicos, la creación de un instrumento que facilitó la inyección de liquidez al sector privado, a través de financiamiento indirecto (garantías), otorgado por el propio Gobierno Nacional, a fin de que los agentes pudieran acceder a créditos en el sistema financiero, en condiciones que no encarecieran su situación económica, ya deteriorada por la pandemia. La clave de la intervención fue permitir que estos créditos, garantizados por el Gobierno Nacional, pudieran ser utilizados como colateral por las entidades del sistema financiero para celebrar operaciones con el BCRP y, de esa forma, obtener su propia liquidez.

El diseño operativo del programa se basó en dos mecanismos principales para canalizar las garantías del Gobierno Nacional: la constitución de un fideicomiso para el empaquetamiento de los créditos y la emisión de certificados de garantía; y la comisión de confianza, en la cual se encargó a COFIDE la validación y administración de las garantías otorgadas. Estos mecanismos variaron dependiendo del tamaño y la naturaleza de los créditos a respaldar, y su implementación fue viabilizada mediante el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza, aprobado en abril de 2020.

Los aspectos más resaltantes de la estructura y operatividad del Programa fueron los siguientes:

- a) La estructura general del programa consistió, como primer componente, en el otorgamiento de garantías a favor de las empresas que requerían financiar la reposición de su capital de trabajo, y poder recibir préstamos

otorgados por las entidades financieras. La garantía del Gobierno Nacional fue clave para mitigar —en un grado importante— el riesgo de crédito de sus deudores, con lo cual se facilitó la celebración de los contratos de crédito. El programa tenía una vigencia máxima de diez años y tres meses¹⁶.

Como adelantamos, el segundo componente estableció que los créditos otorgados por las entidades del sistema financiero, a favor de las empresas que requirieron financiar la reposición de su capital de trabajo, debían ser utilizados para la celebración de operaciones de reporte con el BCRP, buscando obtener liquidez y continuar sus operaciones con normalidad¹⁷.

- b) La Garantía del Gobierno Nacional se canalizó a través de dos mecanismos¹⁸. El primero fue la constitución de un fideicomiso para facilitar el *empaquetamiento* de los créditos, a través de un proceso de titulización, a cargo del fiduciario, que permitiría la emisión de un certificado de garantía, y que representaría al colateral de todos los créditos (denominado *certificado de participación*). El segundo mecanismo fue la comisión de confianza, en virtud de la cual se le encargó al mandatario canalizar y administrar las garantías otorgadas bajo el programa, mediante un contrato marco de garantías, lo cual incluyó el procedimiento para honrar la garantía, entre otros. La comisión de confianza exigía que el mandatario (en este caso, COFIDE) valide las características del crédito (así como que constate la existencia de su respectivo título valor) y, posteriormente, emita la garantía del Gobierno por cada uno. Técnicamente, la Garantía del Gobierno, en este caso, cubría individualmente los títulos valores que representaban los créditos otorgados por las empresas del sistema financiero¹⁹.

La elección del mecanismo dependía de las características y cantidad de créditos: cuando las garantías debían respaldar el cumplimiento de créditos pequeños (hasta diez mil soles²⁰) se prefirió el otorgamiento de garantías a través de fideicomisos, a fin de titular los créditos en un solo activo financiero y emitir una garantía vinculada a este; mientras que para créditos grandes se prefirió la comisión de confianza, pues la cantidad no era significativa y no afectaba la eficiencia de la operación (la emisión de una garantía por crédito).

Para viabilizar los mecanismos de otorgamiento de la garantía del Gobierno Nacional, se aprobó el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza, mediante Resolución Ministerial N° 140-2020-EF/52, publicada el 21 de abril de 2020.

16 Artículo 15° del Reglamento Operativo, cuya última modificación se materializó con la Resolución Ministerial N° 287-2023-EF/15 del 12 de agosto de 2023.
17 Véase el artículo 1° de la Ley N° 30052, Ley de las Operaciones de Reporte.
18 Numeral 2.3 del artículo 2° del Decreto Legislativo 1455.
19 Numerales 13.1 y 13.3 del artículo 13° del Decreto Legislativo 1455.
20 Numeral 3.3 del artículo 3° del Reglamento Operativo.

- c) Respecto de la modalidad de emisión de garantías, a través de un fideicomiso de titulización, se estableció que los créditos otorgados por las entidades del sistema financiero, que cumplieran con las condiciones y requisitos para acceder al Programa, debían transferirse en dominio fiduciario. Para este propósito, se autorizó a la Dirección General del Tesoro Público del MEF a suscribir, en calidad de fideicomitente y de fideicomisario, un contrato de fideicomiso de titulización con COFIDE²¹. Una vez recibidos los créditos, COFIDE procedió a emitir a las entidades del sistema financiero dos (02) certificados de participación, uno que contara con la Garantía del Gobierno Nacional por la totalidad del porcentaje cubierto sobre los créditos aportados, y otro por el saldo de la cartera, sin garantía adicional (como veremos, la Garantía del Gobierno Nacional no cubre la totalidad del crédito)²².
- d) Un tema importante en la estructuración de la operación es que la gestión de la cobranza de la cartera se mantuvo a cargo de las entidades del sistema financiero, debiendo agotar todos los medios disponibles, y demostrar la debida diligencia en esta función, hasta antes del honramiento de la garantía por parte del Estado²³.
- e) Por otro lado, se definieron límites a la cobertura de la garantía por crédito²⁴. En particular, se estableció que la garantía otorgada por el programa cubre únicamente el saldo pendiente del crédito.
- f) También se fijaron limitaciones por monto asignado a cada empresa deudora. En primer lugar, se indicó que la garantía que otorgaba el programa a los créditos en soles, que las entidades del sistema financiero concedían a favor de las empresas que requerían financiar la reposición de su capital de trabajo, cubría como máximo el monto equivalente a tres (03) meses de ventas promedio mensual del año 2019, de acuerdo con los registros de la SUNAT (inicialmente se consideró un monto equivalente a 1 mes de ventas o las contribuciones a EsSalud por 3 meses)²⁵. Posteriormente, para los créditos a microempresas, alternativamente se permitió utilizar como límite el monto equivalente a dos (2) meses promedio de deuda del año 2019, según los parámetros establecidos por la SBS para créditos a microempresas, hasta un máximo de S/ 40 000,00 (cuarenta mil y 00/100 soles); el que resulte mayor.
- g) Se estableció un monto global como límite fijo a las garantías otorgadas a las empresas. La norma señalaba que el monto total de los créditos que se

21 El mismo que fue aprobado mediante Resolución Ministerial N° 140-2020-EF/52, publicada el 20 de abril de 2020.

22 Numeral 10.3 del artículo 10° del Decreto Legislativo 1455.

23 Numeral 10.4 del artículo 10° del Decreto Legislativo 1455.

24 Numeral 5.3 del artículo 5° del Decreto Legislativo 1455 y numeral 11.2 del artículo 11° del Reglamento Operativo.

25 Numeral 5.1 del artículo 5° del Decreto Legislativo 1455. Numeral 12.1 del artículo 12° del Reglamento Operativo.

garantizaba a través del Programa Reactiva Perú por empresa deudora no debía exceder los S/ 10 000 000,00 (diez millones y 00/100 soles), además de los intereses derivados de su uso en operaciones del BCRP.

- h) Para armonizar el alcance del programa, se aclaró que las garantías otorgadas por el Gobierno solo podían servir de respaldo de créditos que posteriormente serían utilizados para la celebración de operaciones de reporte con el BCRP²⁶, por lo cual debían ser honradas según lo dispuesto por el BCRP²⁷. La excepción es el caso de los créditos reprogramados, en los que se permitió que la garantía del Gobierno subsista incluso cuando no se utilicen en operaciones con el BCRP, siempre bajo determinados parámetros que resguarden el interés de las empresas deudoras²⁸.
- i) El rol del BCRP fue clave para mantener bajas las tasas de interés de los créditos otorgados con la Garantía del Gobierno, evitando así un mayor impacto en la situación financiera de las empresas privadas. Para lograrlo, se implementaron subastas inversas dirigidas a las entidades del sistema financiero, en las cuales se definían las operaciones de reporte. En estas subastas, las instituciones financieras competían ofreciendo las tasas de interés más bajas para sus clientes, y aquellas que ofrecían las mejores condiciones obtenían financiamiento del Banco Central a una tasa anual del 0.5 por ciento²⁹. Este mecanismo promovió la competencia entre las entidades financieras y favoreció tasas de interés más bajas para las empresas.
- j) Respecto de las características de los créditos, la norma dispuso que el programa solo cubriría nuevos préstamos que las entidades del sistema financiero hubieran otorgado a las empresas que requerían financiar la reposición de su capital de trabajo, hasta un determinado plazo, que se extendió hasta el 30 de noviembre de 2020. Asimismo, se exigió que los créditos no pudieran exceder los treinta y seis (36) meses, lo que incluyó un periodo de gracia de intereses y principal de hasta doce (12) meses³⁰. Posteriormente, en el caso de deudas reprogramadas se estableció que el plazo no debería exceder de ciento ocho (108) meses³¹.

26 Numeral 2.4 del artículo 2° del Decreto Legislativo 1455.

27 Numeral 8.1 del artículo 8° del Decreto Legislativo 1455.

28 Numeral 3.1 del artículo 3° y numeral 21.8 del artículo 28° del Reglamento Operativo. Nos referimos concretamente a restricciones sobre la tasa de interés aplicable que se encuentra regulada en los artículos 22°, 22-A, 22-B, 22-C del Reglamento Operativo.

29 Ver Pomasunco y Miranda (2021)

30 Numeral 7.1 del artículo 7° del Decreto Legislativo 1455.

31 Literal b) del numeral 5.1 del artículo 5° del Reglamento Operativo. Cabe indicar que cada régimen de reprogramación aporta un nuevo periodo de gracia. Por ejemplo, según el artículo 23-B del Reglamento Operativo, el periodo de gracia de las reprogramaciones al amparo del Decreto de Urgencia N° 026-2022 es de veinticuatro (24) meses. El mismo periodo de gracias aplica al régimen de reprogramaciones del Decreto de Urgencia N° 029-2023. En cambio, el periodo de gracia otorgado al amparo del Decreto de Urgencia N° 026-2021 fue de seis (06) a doce (12) meses.

- k) Se especificó que los préstamos solo debían ser utilizados para financiar la reposición de capital de trabajo y no podían ser empleados para pagar las obligaciones financieras que mantenga la empresa deudora con el programa³². Se prohibió que los créditos fueran usados para la adquisición de activos fijos, prepago de obligaciones financieras, la compra de activos de financieros (acciones, participaciones, bonos) o el incremento de capital³³. El incumplimiento de estas condiciones generaba la resolución de los contratos de préstamo (acción que debía ejecutar la entidad financiera), lo cual implicaba la exigibilidad del monto total adeudado al beneficiario (aceleración del préstamo), así como la ejecución de las garantías ofrecidas (colaterales), y eventualmente la pérdida de la Garantía del Gobierno (en caso la entidad financiera no pudiera sustituir el crédito)³⁴.
- l) Los créditos elegibles debían ser evaluados y aprobados por las entidades del sistema financiero, constituyéndose así en el primer filtro³⁵. Esto incluyó a las reprogramaciones³⁶.
- m) Una vez concluido el periodo de gracia, y en caso subsistiera el incumplimiento, se dispuso que las garantías del programa pudieran ser ejecutadas cuando la empresa deudora incumpliera los pagos por noventa (90) días consecutivos. En ese supuesto, la empresa del sistema financiero debía solicitar a COFIDE la activación de la cobertura de la garantía, quien —a su vez— debía comunicar al Ministerio de Economía y Finanzas la situación de incumplimiento para requerir el honramiento de la garantía.
- n) Desde la perspectiva del BCRP, el honramiento o ejecución de la garantía del Gobierno significaba la disminución del valor de cada certificado de participación o certificado de garantía³⁷, lo cual exigía la sustitución de los créditos por un valor equivalente al ejecutado, o —en caso no se sustituya—, y la precancelación parcial de la operación en los términos previstos en los contratos marcos y específicos celebrados con el instituto emisor³⁸.
- o) También se establecieron características a las empresas beneficiarias. Concretamente se exigió que la persona jurídica no debía tener deudas tributarias administradas por la SUNAT, por periodos anteriores al año 2020, exigibles en cobranza coactiva que totalicen un importe mayor

32 Numeral 5.2 del artículo 5° del Reglamento Operativo.

33 Numeral 5.3 del artículo 5° del Reglamento Operativo.

34 Numeral 5.4 del artículo 5° del Reglamento Operativo.

35 Numeral 8.2 del artículo 8° del Reglamento Operativo. La norma establece que las entidades del sistema financiero deben remitirle a COFIDE una declaración jurada en la que se declaró que los créditos presentados cumplen con los criterios de elegibilidad del programa.

36 Numeral 21.5 del artículo 21°; numeral 21.5-A del artículo 21-A; numeral 25.3 del artículo 25° del Reglamento Operativo.

37 Numeral 6.6 de la cláusula sexta del Acto Constitutivo.

38 Artículo 8° de la Circular N° 0017-2020-BCRP, Operaciones de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional Representados en Títulos Valores.

a 1 UIT al momento de solicitar el crédito. Asimismo, a febrero de 2020, tales empresas debían estar clasificadas en el Sistema Financiero, en la central de riesgo de la SBS, en la categoría de “Normal” o “Con Problemas Potenciales” (CPP). En caso de no contar con clasificación a dicha fecha, no debían haber estado en una categoría diferente a la categoría “Normal” considerando los 12 meses previos al otorgamiento del préstamo. También se consideraron con categoría “Normal” aquellas que no tuvieran ninguna clasificación en los últimos 12 meses³⁹.

- p) La normativa excluyó como beneficiarios del programa a las empresas vinculadas a las entidades del sistema financiero que otorgaba el préstamo, así como empresas que se encuentren dentro del ámbito de la Ley N° 30737, Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado peruano, en casos de corrupción y delitos conexos.
- q) Se autorizó al MEF, a través de la Dirección del Tesoro Público, a otorgar la Garantía del Gobierno Nacional a las carteras de créditos que cumplan con las condiciones y requisitos para acceder al Programa⁴⁰. Para este propósito, se facultó a esta misma Dirección del MEF a suscribir con COFIDE un contrato, a fin de viabilizar el otorgamiento de la garantía⁴¹.
- r) Se encargó a COFIDE la administración del programa en los términos y condiciones establecidas en el Reglamento Operativo⁴², por lo cual asumió determinados roles como Fiduciario y mandatario, en los mecanismos para el otorgamiento de la Garantía del Gobierno Nacional. Esta labor incluyó la verificación previa de que los créditos otorgados por las ESF cumplieran con los requisitos y condiciones para acceder a la garantía⁴³ (también se le facultó para la revisión *ex post* el otorgamiento⁴⁴), así como la cobranza de la cartera honrada⁴⁵. Esta labor se extendió incluso al régimen de reprogramación de créditos, aprobado mediante Decretos de Urgencia Nos 026-2021, 011-2022 y 029-2023⁴⁶.

Para el otorgamiento de la Garantía del Gobierno Nacional, previamente COFIDE y las Entidades Financieras Participantes (EP) debían verificar los requisitos de la empresa beneficiaria y de los créditos; para lo cual tenían autorización para acceder a la información tributaria de la persona jurídica⁴⁷. Con este propósito, COFIDE y la entidad del sistema

39 Numeral 6.2 del artículo 6° del Decreto Legislativo 1455.

40 Numeral 3.1 del artículo 3° del Decreto Legislativo N° 1455.

41 Numeral 4.4 del artículo 4° del Decreto Legislativo N° 1455.

42 Numeral 4.3 del artículo 4° del Decreto Legislativo 1455.

43 Numeral 9.1 del artículo 9° del Decreto Legislativo 1455; y numeral 8.4 del artículo 8° del Reglamento Operativo.

44 Numeral 8.6 del artículo 8°; numeral 25.7 del artículo 25° del Reglamento Operativo.

45 Artículos 17° y 18° del Reglamento Operativo.

46 Numeral 25.5 del artículo 25° del Reglamento Operativo.

47 Numeral 9.2 del artículo 9° del Decreto Legislativo 1455.

financiero suscriben un contrato de garantía, el cual tiene por objeto regular el otorgamiento de las garantías del Gobierno Nacional⁴⁸.

- s) Otro aspecto importante del Programa es que se dispuso que las garantías se extinguieran en caso de que las declaraciones o documentos que originaron su otorgamiento resulten falsos o inexactos, siempre que dicha información fuese responsabilidad de la entidad del sistema financiero, y el crédito no haya podido ser sustituido⁴⁹. La norma permitió que los expedientes físicos de los créditos podían ser revisados durante toda la vigencia del préstamo⁵⁰.

Desde la perspectiva del BCRP, si la entidad del sistema financiero no hubiese cumplido con sustituir los créditos con garantía del Gobierno, correspondía la precancelación (parcial o total) de la operación, en los términos previstos en el contrato marco y específico que se suscribían con el banco central⁵¹. Esto podía significar que el BCRP realizara los respectivos cargos automáticos en las cuentas corrientes que las entidades del sistema financiero mantienen en el Sistema de Liquidación Bruta en Tiempo Real, incluso antes de requerir el honramiento de la garantía del Gobierno Nacional (en función del saldo disponible).

En la eventualidad que ya hubiesen sido ejercidas u honradas, los montos correspondientes debían ser restituidos por la propia entidad del sistema financiero⁵². Es preciso mencionar que en el esquema del Programa Reactiva Perú el BCRP no debía asumir riesgo de crédito por el incumplimiento de los deudores elegibles, pues se trataba de un programa del Estado (que consistía en garantizar la posición de las empresas que requerían financiar su capital de trabajo producto de la pandemia) y cualquier asunción de dichas obligaciones por parte del BCRP (directa o indirecta) podía significar un financiamiento al Tesoro público, lo cual se encontraba proscrito expresamente por la Constitución Política del Perú⁵³.

- t) El reembolso al Tesoro público de la ejecución de las garantías del Gobierno Nacional, otorgadas en el marco del Decreto Legislativo, se encontraba excluido de la masa concursal de liquidación de los procesos de empresas cuyas deudas fueron asumidas por el Programa. A cualquier obligación pendiente de pago al BCRP, como consecuencia del numeral 2.5 del artículo 2 del Decreto Legislativo 1455, también le sería aplicable esta regla.

48 Numerales 8.1 y 8.4 del artículo 8° del Reglamento Operativo.

49 Numeral 8.9 del artículo 8° del Reglamento Operativo.

50 Numeral 4.4 del artículo 4° del Reglamento Operativo; y, numerales 8.6, 8.7 y 8.8 del artículo 8° del Reglamento Operativo.

51 Artículo 8° de la Circular N° 0017-2020-BCRP, Operaciones de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional Representados en Títulos Valores.

52 Numeral 2.5 del artículo 2° del Decreto Legislativo 1455.

53 Artículo 84° Constitución Política del Perú. El BCRP está prohibido de conceder financiamiento al erario, salvo en la compra, en el mercado secundario, de valores emitidos por el Tesoro Público, dentro del límite que señale su Ley Orgánica.

Para la implementación del programa fue necesaria la participación del BCRP, a fin de proveer liquidez a las entidades del sistema financiero, utilizando como colateral los créditos con garantía del Gobierno Nacional.

Es importante resaltar que la intervención del BCRP en el programa se circunscribió al cumplimiento de una de sus finalidades constitucionalmente reconocidas: preservar la estabilidad monetaria. Para el cumplimiento de este propósito, el marco normativo le asigna funciones, tales como la regulación de la moneda y el crédito del sistema financiero (artículo 84° de la Constitución Política del Perú), así como la regulación de la cantidad de dinero (artículo 2° de la Ley Orgánica).

Dentro de los instrumentos de control monetario encontramos a las denominadas *operaciones de mercado abierto*, las cuales pueden ser identificadas como aquellas que se realizan en el mercado público, y no a través de una transacción privada⁵⁴. El BCRP realiza operaciones de mercado abierto para inducir a que la tasa interbancaria *overnight* se sitúe en el nivel de la tasa de referencia de política monetaria⁵⁵. Expresamente su Ley Orgánica le faculta a celebrar operaciones de mercado abierto, siempre que se realicen con sus propios títulos o con títulos negociables de primera calidad (artículo 62°). Dentro de esta categoría encontramos a las operaciones de reporte en sus distintas modalidades.

¿Qué es una operación de reporte?

Es aquel contrato en virtud del cual un sujeto (“reportado”) a cambio del pago de cierto precio, transfiere a otro (“reportante”) la propiedad de títulos de crédito de determinada especie, asumiendo este último, a cambio del pago de otro precio, la obligación de retransferir posteriormente la titularidad sobre otros tantos títulos de la misma especie (Escobar, 2003). Es decir, las operaciones de reporte implican dos fases: (i) primero: la transferencia temporal de la propiedad de un valor o suma de dinero, a cambio de un monto inicial pactado, de manera recíproca y simultánea; y, (ii) segundo: una vez realizada la transferencia temporal inicial nace la obligación, según las condiciones pactadas, de retornar o readquirir la propiedad de los valores o la suma de dinero entregada, en los términos y condiciones pactadas. En el Perú, este tipo de contratos se regularon mediante la Ley de Operaciones de Reporte, Ley N° 30052, publicada el 27 de junio de 2013.

Sobre la base de estas atribuciones, el BCRP decidió que el instrumento más idóneo para ejecutar el Programa sería las operaciones de reporte de créditos, motivo por el cual se elaboró la Circular N° 0017-2020-BCRP, publicada el 15 de abril de 2020. En esta norma se aprobó las disposiciones referidas a las operaciones de reporte de créditos con garantía del Gobierno Nacional representada en Títulos Valores. Este tipo de operación de reporte se constituyó como un instrumento legal por el cual el BCRP inyecta liquidez al sistema financiero, cuyo subyacente supone la transmisión de un título valor (que inicialmente se consideró como un título de primera calidad).

54 Sachs y Larraín (2002, p. 147).

55 Véase también Naruse (2023).

Es oportuno mencionar que, en el esquema del programa, los Certificados de Participación (que representaban la garantía del Gobierno Nacional y eran emitidos a través del Fideicomiso) y los Certificados de Garantía (en el marco de la comisión de confianza) constituyeron títulos negociables de primera calidad que garantizaron el pago de los créditos objeto de la operación de reporte, cumpliéndose de esa forma el parámetro exigido por la propia Ley Orgánica del BCRP (títulos de primera calidad).

Por otro lado, el programa también requirió una adecuación de la normativa prudencial a cargo de la SBS, a fin de no castigar a las entidades del sistema financiero por el otorgamiento de créditos o reprogramaciones a las entidades privadas que requerían financiar su capital de trabajo. En ese contexto, con fecha 27 de abril de 2020, se publicó la Resolución SBS N° 1314-2020, mediante la cual se establecía que la tasa de provisión de riesgo de crédito, respecto a la parte de las exposiciones que cuente con la garantía del Programa “Reactiva Perú”, será de 0 por ciento. El Reglamento Operativo del Programa también dispuso que la reprogramación de créditos no generaba el deterioro de la calificación crediticia de las empresas deudoras⁵⁶.

En torno al rol de COFIDE en materia de titulización de créditos (modalidad para la emisión de garantías), se publicó la Resolución N° 041-2020-SMV/02 de la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) —17 de mayo de 2020—, mediante la cual se aprobaron disposiciones aplicables a COFIDE, de modo que actúe como sociedad titulizadora para efectos de lo dispuesto en el Decreto Legislativo N° 1455 y 1508; y con ello el cumplimiento de algunas obligaciones propias de la actividad, por ejemplo, que los patrimonios de titulización que administre COFIDE (en su condición de fiduciario) debían gestionarse por un área separada del resto de las actividades.

Finalmente, es importante mencionar que la Contraloría General de la República emitió un informe previo⁵⁷ a la ejecución del programa, a fin de evaluar el alcance de las operaciones, y las garantías otorgadas por el Estado, en tanto se trataba de contratos que comprometían su crédito o capacidad financiera (financiamiento indirecto); por ende, le correspondía evaluar la correcta, eficiente y transparente utilización y gestión de los recursos públicos.

2.3.2 Actores involucrados

El Programa Reactiva Perú involucró la participación de varios actores, cada uno cumpliendo un rol para asegurar el cumplimiento del objetivo del programa y su efectividad. A continuación, se describen los principales actores involucrados, y los roles que desempeñaron en la implementación del Programa Reactiva Perú.

- a) El BCRP lideró la conceptualización y diseño de Reactiva Perú y jugó un papel crucial en su ejecución. Asimismo, el BCRP llevó a cabo las subastas

56 Numeral 21.9 del artículo 21°; numeral 21.9-A del artículo 21-A; y numeral 21.4-C del artículo 21-C del Reglamento Operativo.

57 Numeral 4.2 del artículo 4° del Decreto Legislativo N° 1455; y el numeral 10.2 del artículo 10° del Reglamento Operativo.

y gestionó las Operaciones de Reporte con Garantía, a través de las cuales inyectó la liquidez necesaria al sistema financiero. Esto permitió a las instituciones financieras ofrecer préstamos con tasas de interés bajas y plazos extendidos.

- b) El MEF participó en el diseño e implementación del programa, y lideró la coordinación interinstitucional para asegurar que cada componente se ejecutara de manera oportuna. Además, el MEF, a través de la Dirección General del Tesoro Público, asumió gran parte del riesgo crediticio mediante las garantías, lo que facilitó el acceso a préstamos en condiciones favorables en las tasas de interés.
- c) La SBS, en su rol de regulador, adecuó el marco regulatorio reconociendo la naturaleza de riesgo soberano en las operaciones del Programa Reactiva Perú. De esta manera, la SBS estableció una tasa de provisión por riesgo de crédito de cero por ciento a la parte de los créditos que contaba con la cobertura de la garantía del programa; así como excluyó del cálculo de las provisiones relacionadas con el riesgo de sobreendeudamiento de deudores minoristas, a la parte de las exposiciones que contara con la cobertura de la garantía del Programa Reactiva Perú.
- d) COFIDE fue la entidad responsable de administrar el monto destinado a garantizar el Programa Reactiva Perú, desempeñando el rol de administrador al otorgar las garantías del Gobierno Nacional dentro del marco normativo establecido. Esto incluyó verificar que los créditos otorgados por las entidades financieras cumplieren los requisitos y condiciones para acceder a la garantía, bajo la metodología establecida por el marco normativo. Asimismo, COFIDE emitió certificados de garantía que permitió a las entidades financieras solicitar recursos al BCRP, a los que accedieron mediante las subastas organizadas por el BCRP, y de esta manera, ofrecer créditos a los beneficiarios finales. Además, COFIDE administró⁵⁸ la recuperación de la cartera de créditos honrados, mientras que la gestión de la cobranza de los créditos impagos correspondió a las entidades financieras.
- e) Las entidades financieras, incluyendo bancos, financieras, cajas municipales y rurales, que firmaron acuerdos con COFIDE, fueron responsables de seleccionar a las empresas beneficiarias del Programa Reactiva Perú, siguiendo los parámetros establecidos en la ley y su reglamento operativo. Su rol incluyó evaluar las solicitudes de crédito, aplicar los criterios de elegibilidad definidos y, posteriormente, otorgar los préstamos a las empresas seleccionadas. Además, las entidades financieras debían cumplir con los requisitos del BCRP, como condición para acceder a las operaciones de reporte con carteras de crédito garantizadas por el Gobierno Nacional. En caso de incumplimiento de pago de los créditos, estas entidades debían

58 Artículo 17: Cobranza de la cartera honrada de la Resolución Ministerial N° 074-2023-EF/15.

gestionar la cobranza judicial o extrajudicial de los montos honrados por COFIDE, y estaban obligadas a reportar mensualmente a COFIDE el estado de dichas acciones de cobranza.

- f) Las empresas de todos los tamaños que se acogieron al Programa Reactiva Perú fueron los beneficiarios finales de esta iniciativa. Su responsabilidad consistió en utilizar los fondos recibidos para cubrir necesidades de capital de trabajo, como el pago de nóminas, proveedores y otros costos operativos, asegurando la continuidad de sus operaciones durante la crisis. La gestión eficaz y responsable de estos recursos fue crucial para alcanzar el objetivo central del programa: evitar la ruptura de la cadena de pagos; y con ello, preservar el empleo y prevenir la quiebra de negocios a nivel nacional.

En resumen, la implementación de Reactiva Perú fue el resultado de un esfuerzo coordinado entre múltiples actores, cada uno desempeñando un rol específico que contribuyó al éxito del programa. La colaboración efectiva entre las diversas instituciones, las entidades financieras y las empresas que se acogieron al programa fue fundamental para garantizar que los recursos se dirigieran a quienes más lo necesitaban, al igual que para preservar la estabilidad económica durante uno de los periodos más críticos en la historia reciente del Perú.

2.4 Discusión interna respecto al diseño del programa

El diseño del Programa Reactiva Perú fue un proceso complejo, no solo por su conceptualización, sino también por la gran cantidad de detalles operativos que tenían que ser contemplados. Además, todo debió realizarse en un corto periodo de tiempo, puesto que transcurrió aproximadamente un mes entre el inicio del diseño hasta la publicación de la circular sobre operaciones de reporte de créditos con garantía del Gobierno Nacional. Durante su elaboración, se discutieron distintas opciones para la calibración e implementación del programa.

Un primer debate fue si debían ser considerados como beneficiarios a los trabajadores independientes. Aunque el programa, indirectamente, apoyaba a los trabajadores de las empresas que se acogieron a dicho esquema, muchos negocios, principalmente de servicios, operaban como profesionales independientes. Sin embargo, se concluyó que, desde el punto de vista operativo, incluir a personas naturales en el conjunto de beneficiarios introducía demasiadas complicaciones. Por ejemplo, podía tardar la elaboración de un registro de beneficiarios potenciales, así como la evaluación de criterios de elegibilidad. La idea principal era que el proceso de asignación de garantías fuera lo más expeditivo posible. En la segunda fase del Programa Reactiva Perú, empero, se permitió el acceso a microempresarios y negocios independientes mediante el uso del DNI, incluso para aquellos que no registraban información de ventas de SUNAT o no tenían historial crediticio en el sistema financiero.

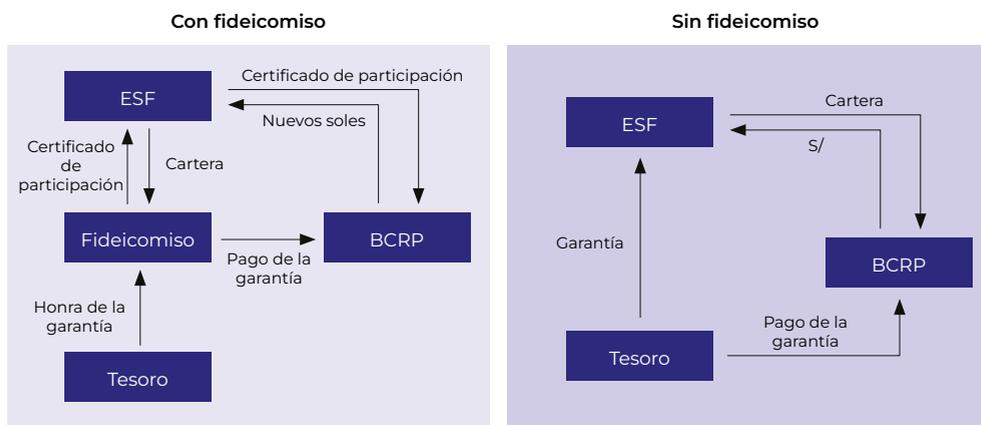
Otro elemento de revisión interna fue la inclusión del Banco de la Nación en el conjunto de entidades financieras participantes. El Banco de la Nación tenía la ventaja

de contar con amplia presencia a nivel nacional, lo que podría haber coadyuvado a un mayor alcance del programa. No obstante, se concluyó que implícitamente el Banco de la Nación estaba comprendido en la prohibición constitucional de otorgar préstamos al Tesoro público y, por tanto, el BCRP no podía firmar ningún contrato con el Banco de la Nación para la realización de operaciones de reporte.

En un principio, cuando se preveía que la cuarentena sería relativamente breve, se contempló que el porcentaje de garantía podía llegar a ser de hasta 100 por ciento. La idea era evitar lo que se denomina un *credit crunch* (contracción crediticia), dada la urgencia de otorgar préstamos para capital de trabajo a empresas con buen comportamiento en el sistema financiero. Pero dada la nueva información sobre la duración del confinamiento, se excluyó la posibilidad de que la garantía fuera completa, lo que también era consistente con la experiencia internacional y evitaba la posibilidad de que las entidades financieras no tuvieran incentivo a evaluar adecuadamente a los prestatarios.

Adicionalmente, otro tema de discusión interna fue la necesidad de un fideicomiso para el otorgamiento de préstamos garantizados. En un acercamiento inicial se analizó que podía ser innecesario constituir un fideicomiso porque podía hacer más lento el proceso al introducirse un intermediario entre el Tesoro público, las entidades financieras y el BCRP. Sin embargo, finalmente se vio conveniente incluir la figura del fideicomiso por un efecto escala, es decir, en el caso de préstamos de bajo monto, la presencia de un fideicomiso podía reducir los costos administrativos asociados al préstamo (El Gráfico 2-2 muestra el funcionamiento de ambos esquemas).

Gráfico 2-2: Opciones para los préstamos garantizados



Nota: ESF = Empresas del sistema financiero.

Otros aspectos fundamentales del programa como el monto total, el monto de los préstamos, los criterios de elegibilidad, los porcentajes de garantía, el periodo de gracia y el plazo del préstamo fueron parámetros que estuvieron sometidos a recalibración

durante la etapa de diseño del programa (Ver Recuadro 5 sobre Calibración de los criterios de acceso).

2.5 Adaptación y coordinación en el programa

El Programa Reactiva Perú se destacó por su rapidez y efectividad, así como por su capacidad de adaptación a las necesidades cambiantes, generadas por la crisis económica y sanitaria. Durante el desarrollo de la pandemia, se realizaron ajustes al programa para garantizar un apoyo oportuno y efectivo a las empresas. Este proceso dejó valiosas lecciones en términos de coordinación interinstitucional, simplificación administrativa, así como el uso de tecnologías avanzadas en la gestión de políticas públicas durante periodos de crisis.

Coordinación interinstitucional: El BCRP y el MEF trabajaron conjuntamente dentro de sus respectivas competencias en el diseño e implementación del programa. Asimismo, estas instituciones coordinaron con la SBS y COFIDE en la implementación del programa. Esta colaboración permitió agilizar los procesos administrativos y garantizar una respuesta rápida a las necesidades de liquidez de las empresas.

Simplificación y mejora en la gestión de trámites: Para facilitar el acceso al financiamiento, se implementaron medidas que redujeron los trámites y requisitos asociados al programa. Esta simplificación administrativa fue clave para acelerar la solicitud, evaluación y desembolso de los créditos, asegurando una respuesta ágil frente a la magnitud de la crisis.

Implementación y mejora tecnológica Se efectuaron, en tiempos muy cortos, plataformas digitales y sistemas en línea para la gestión de solicitudes y el seguimiento de los préstamos. Esto permitió una mayor eficiencia en la administración de los recursos, y agilizó la entrega de fondos a las empresas que se acogieron al programa. Por ejemplo, el BCRP implementó rápidamente el soporte tecnológico para la liquidación y el procesamiento de las operaciones de Reactiva Perú, dentro de sus sistemas de instrumentos monetarios y cambiarios, lo que hizo posible realizar un volumen de operaciones significativamente mayor, y con un número máximo de entidades de contraparte.

La implementación del Programa Reactiva Perú, durante la crisis sanitaria y económica de 2020, representa un caso modelo de respuesta estatal ante emergencias. Diseñado para proporcionar liquidez inmediata a las empresas, el esquema no solo priorizó la rápida ejecución inicial, sino que también demostró una notable capacidad de adaptación, frente a un entorno cambiante. Su éxito se cimentó en las sólidas capacidades institucionales del BCRP, y la coordinación interinstitucional, respaldadas por décadas de fortalecimiento técnico y credibilidad acumulada. Su vocación adaptativa se hizo a través de ajustes progresivos, como la ampliación de garantías estatales y la flexibilización de plazos y montos de préstamos.

Adaptación a un contexto cambiante: Desde su inicio, el programa priorizó la rápida implementación debido a la urgencia de las empresas por obtener liquidez. Posteriormente, se realizaron ajustes, ampliando el monto total disponible, el plazo

de vigencia, los límites de los préstamos y la cobertura de las garantías estatales. Este enfoque adaptativo reflejó la capacidad del programa para responder a las demandas del entorno cambiante.

Capacidades institucionales: El éxito del Programa Reactiva Perú durante la crisis provocada por la pandemia en 2020 ofrece un ejemplo contundente de la importancia del desarrollo institucional, la credibilidad y la acumulación de capacidades técnicas en la gestión del BCRP. En 2020, el BCRP había logrado la inflación más baja en la región durante el presente siglo, y había consolidado su capacidad para implementar políticas contracíclicas, aún en escenarios de salidas de capitales, sustentado —en gran medida— porque mantenía un nivel adecuado de reservas internacionales, equivalente a 30 por ciento del PBI. Su compromiso con la estabilidad monetaria le había permitido reducir la dolarización financiera de 80 por ciento a fines de los años 90 a menos del 25 por ciento en 2020. Por otro lado, ser una economía con grado de inversión y poseer finanzas públicas sólidas le permitía emitir deuda en moneda nacional en los mercados internacionales de hasta 41 años. Estas condiciones, junto con una rápida y eficaz respuesta, permitieron evitar la ruptura de la cadena de pagos, asegurando la liquidez necesaria para la continuidad de las operaciones empresariales.

La sólida credibilidad del BCRP permitió reducir la tasa de política monetaria a un mínimo histórico de 0,25 por ciento, un nivel comparable al alcanzado por los bancos centrales de economías desarrolladas. Además, logró inyectar masivamente liquidez al sistema financiero, sin generar presiones sobre el tipo de cambio ni volatilidad en los mercados financieros. Por el contrario, las condiciones monetarias, excepcionalmente expansivas, se transmitieron de manera efectiva a las tasas del sistema financiero, así como a la disponibilidad de crédito. Esto permitió alcanzar una postura de política monetaria adecuada para mantener la inflación, dentro del rango meta, y evitar tanto una recesión profunda como una persistente deflación.

Este éxito se sustenta en décadas de fortalecimiento institucional, que han dotado al BCRP de la capacidad para responder con rapidez ante distintos tipos de choques, gracias a una infraestructura adecuada y a instrumentos financieros flexibles, muchos de ellos diseñados e implementados en crisis previas.

En contraste, la crisis económica de 1998 evidenció importantes debilidades estructurales, como una alta dolarización financiera, limitada credibilidad del BCRP, y la ausencia de instrumentos para emitir deuda en moneda doméstica a largo plazo. En ese entonces, la dolarización financiera alcanzaba aproximadamente el 80 por ciento, el grado de traspaso del tipo de cambio a la inflación era elevado, y el nivel de reservas internacionales apenas representaba el 17 por ciento del PBI, significativamente menor al actual. Estos factores restringían la capacidad del BCRP para aplicar políticas contracíclicas, en particular en escenarios de salida de capitales.

Esta comparación histórica resalta cómo la evolución de la política monetaria y el desarrollo del marco institucional —desde la crisis de 1998 hasta 2020— han sido determinantes para mitigar los efectos de la crisis más reciente. Asimismo, subraya la importancia de contar con un marco de política monetaria creíble y flexible, como

el esquema de metas explícitas de inflación, junto con una infraestructura financiera sólida para enfrentar futuras crisis económicas con mayor resiliencia.

Por otro lado, el programa no solo cumplió su objetivo principal, sino que generó beneficios adicionales que contribuyeron a la estabilidad económica y social:

Mantuvo la continuidad operativa de las empresas: el Programa Reactiva Perú permitió también asegurar que las empresas, especialmente las micro, pequeñas y medianas, pudieran continuar con sus operaciones diarias. Esto se logró proporcionando acceso a créditos con garantía del Gobierno y a bajo costo, vitales para evitar cierres de empresas y permitir que estas empresas puedan seguir contribuyendo a la economía del país.

Preservó el empleo: Al asegurar la operatividad de las empresas, el programa preservó también los puestos de trabajo—directos e indirectos—que estas proporcionan. La estabilidad laboral es crucial para la ciudadanía, mantener la cohesión social y evitar un aumento significativo en la tasa de desempleo.

Fomentó la reactivación económica: A mediano plazo, el programa no solo mitigó los efectos inmediatos de la crisis, sino también fomentó una recuperación y reactivación económica sostenible. Al mantener la operación de las empresas, y proteger el empleo, se creó una base más sólida para la recuperación económica, una vez que la crisis hubo pasado.

Reactiva Perú fue una respuesta integral a los desafíos económicos de la pandemia, que combinó coordinación interinstitucional, simplificación administrativa e innovación tecnológica. Este enfoque permitió promover la resiliencia empresarial, proteger el empleo, y garantizar una distribución eficiente de los recursos, convirtiéndose en un modelo para futuras políticas públicas frente a crisis económicas. Por su naturaleza macroeconómica, el programa se centró en crear las condiciones necesarias para evitar tanto un rompimiento de la cadena de pagos, como una gran depresión deflacionaria, sin establecer objetivos sectoriales específicos.

IMPLEMENTACIÓN DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

En respuesta al impacto económico y social del confinamiento —decretado ante la emergencia de la pandemia del COVID-19—, el BCRP y el Gobierno Nacional pusieron en marcha el Programa Reactiva Perú. La implementación del programa destacó por su rápida ejecución y efectividad, en un entorno de emergencia. En este capítulo, se examina de manera detallada la implementación, los mecanismos operativos y los resultados del programa de inyección de liquidez, resaltando los roles clave del BCRP, COFIDE y las entidades financieras. Además, se analiza cómo las medidas adoptadas lograron sus objetivos macroeconómicos y de estabilidad financiera, al preservar la capacidad del sector productivo, y facilitar la recuperación de las empresas. Además, se explican en detalle los desafíos iniciales, como la gestión de garantías y la adecuación normativa a lo largo de la implementación del programa. El análisis de Reactiva Perú no solo proporciona lecciones valiosas para el diseño y la implementación de futuras políticas —en escenarios de crisis—, sino que también subraya la importancia de la coordinación entre las instituciones para garantizar el éxito de medidas de gran escala.

3.1 Cronología de la implementación de Reactiva Perú

La creación y la implementación del Programa Reactiva Perú se caracterizaron por su celeridad y efectividad en respuesta a la crisis generada por la pandemia del COVID-19. Las primeras semanas de marzo de 2020, antes del anuncio de la cuarentena nacional el 15 de marzo, el BCRP ya había identificado la necesidad urgente de medidas complementarias a la política monetaria tradicional, referidas a cambios en la tasa de interés de referencia. En el nuevo escenario, la inyección de liquidez debería ser masiva y, además, tenía que abordar el problema del incremento en el riesgo crediticio, debido a la imposibilidad —para muchos deudores del sistema financiero—, de generar ingresos suficientes para atender sus obligaciones con el sistema financiero. Ello, además, en un contexto de alta incertidumbre, tanto sobre la magnitud del impacto del choque pandémico como de su duración. Con esta visión, a principios de marzo de 2020, se inició el diseño de un nuevo canal de inyección de liquidez.

El 19 de marzo de 2020, tras el anuncio de la cuarentena, el Directorio del BCRP —en una sesión extraordinaria— decidió reducir la tasa de interés de referencia en 100

puntos básicos, llevándola al 1,25 por ciento, un nivel similar al registrado durante la Crisis Financiera Global de 2009. Posteriormente, el 9 de abril, se aplicó una nueva reducción de 100 puntos básicos, situando la tasa en 0,25 por ciento, su mínimo histórico. Siete días después, se anunció una reducción del requerimiento de encaje en moneda nacional. El 26 de marzo, el Directorio del BCRP aprobó un nuevo instrumento de inyección de liquidez, denominado Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Repo con garantía). Así, el BCRP estableció el marco necesario para iniciar el programa, que luego, mediante Decreto Legislativo 1455, se denominó Programa Reactiva Perú.

El 6 de abril de 2020 se creó el Programa de Garantía del Gobierno Nacional denominado Reactiva Perú⁵⁹, con un monto inicial S/ 30 mil millones en garantías del Gobierno para asegurar la continuidad de la cadena de pagos en medio de la crisis. El 12 de abril, se realizaron modificaciones normativas en lo referente al otorgamiento y verificación de los requisitos de acceso al programa⁶⁰. En esa línea de acciones, el 13 de abril de 2020, se publicó el reglamento operativo⁶¹ del Programa Reactiva Perú. Según la norma aprobada, el objetivo del programa era garantizar el financiamiento de la reposición de los fondos de capital de trabajo de empresas —que enfrentaban pagos y obligaciones de corto plazo con sus trabajadores y proveedores de bienes y servicios—, a través de un mecanismo, que otorgaba la garantía del Gobierno Nacional, a los créditos en moneda nacional que fueran colocados por las entidades financieras. Se aprobó inicialmente S/30 mil millones en garantías para respaldar los créditos otorgados por dichos organismos financieros a las empresas afectadas, monto que fue ampliado posteriormente a S/ 60 mil millones para responder a la extensión del periodo de confinamiento.

Con la aprobación del nuevo instrumento del BCRP, y tras las coordinaciones iniciales con el MEF, (ver Recuadro 7, donde se cita la opinión del BCRP en la Exposición de Motivos del Decreto Legislativo que crea el Programa Reactiva Perú), el nuevo mecanismo fue anunciado a los medios de comunicación durante el fin de semana que concluyó el domingo 29 de marzo. Esa noche, el presidente del BCRP dio una entrevista televisiva en un medio periodístico⁶² en el que subrayó la naturaleza transitoria del choque económico, y destacó la importancia de mantener a las empresas en buen estado una vez que la crisis se disipara. En el contexto de la pandemia, las empresas enfrentaban gastos continuos, mientras sus ingresos se reducían drásticamente, lo que resultaba en la pérdida de flujos de caja y de capital de trabajo. Por lo tanto, necesitaban un apoyo temporal para poder cumplir con sus obligaciones, y evitar la interrupción de la cadena de pagos. El BCRP se encargaría de la inyección monetaria a las instituciones financieras, permitiendo que las empresas siguieran siendo sujetos de crédito, gracias a las garantías del Gobierno. Los montos desembolsados —a través de este programa— no tendrían un impacto inmediato en el déficit fiscal; solo los incumplimientos podrían tener un impacto en el déficit en el futuro.

59 Mediante la promulgación del Decreto Legislativo N° 1455.

60 Decreto Legislativo N° 1457.

61 Resolución Ministerial N° 134-2020-EF/15.

62 Entrevista en el programa Agenda Política de Canal N, con el periodista Enrique Castillo, disponible en: <https://canaln.pe/actualidad/coronavirus-presidente-bcr-sobre-crisis-financiera-nos-vamos-recuperar-muy-rapido-n409741>

El 23 de abril se llevó a cabo la primera subasta de fondos del BCRP, mediante Operaciones de Reporte con Cartera de Créditos del Gobierno Nacional, seguida por el primer desembolso de un crédito asociado a Reactiva Perú proveniente de una institución financiera, el 5 de mayo. Esta secuencia de eventos se detalla en el Cuadro 31, con todos los pasos involucrados para la creación del programa:

Cuadro 3-1: El proceso de creación de Reactiva Perú en un contexto de política monetaria expansiva

	BCRP	Otras Instituciones
Inicios de marzo	Se inicia el diseño del canal de inyección.	
19 marzo	Reducción de la tasa de referencia en 100 puntos básicos a 1,25 por ciento.	
26 marzo	Reducción de encajes y aprobación de nuevo instrumento de inyección de liquidez (Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional).	
29 marzo	Anuncio de plan para evitar rompimiento de la cadena de pagos.	
3 abril	Simplificación para firma de contratos durante Emergencia Nacional (Circular 014-2020-BCRP).	
6 abril		Creación del Programa de Garantía del Gobierno Nacional por S/ 30 mil millones, para asegurar la Continuidad en la Cadena de Pagos (DL 1455), modificado el 12 de abril (DL 1457) en aspectos relacionados al otorgamiento y verificación de los requisitos de acceso al Programa.
9 abril	Reducción de la tasa de referencia en 100 puntos básicos a 0,25 por ciento.	
13 abril		Aprobación de Reglamento Operativo del Programa "Reactiva Perú" (RM N° 134-2020-EF/15).
14 abril	Creación del instrumento de Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Circular 017-2020-BCRP)	
16 abril	Se publica la tasa de interés para estas operaciones de inyección en 0,5 por ciento.	
20 abril		Informe previo de la Contraloría General de la República (Oficio N° 000287-2020-CG/DC) sobre la operación de endeudamiento interno, en la modalidad de Garantía del Gobierno Nacional, hasta por la suma de S/ 30 mil millones, en el marco del Programa Reactiva Perú.
21 abril		Aprobación del otorgamiento de Garantía del Gobierno Nacional hasta S/ 30 mil millones (DS 084-2020-EF), en el marco del Programa Reactiva Perú.
22 abril		Aprobación de Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza de "Reactiva Perú" y encargo de administración a COFIDE (RM N° 140-2020-EF/52), modificado el 29 de abril (RM N° 147-2020-EF/52), estableciendo que el cobro de la comisión, por emisión de la garantía, se efectúe luego de haber concluido el periodo de gracia del crédito otorgado.
23 abril	Primera subasta de repos en el marco de Reactiva Perú. Subastas acumuladas: 4 Saldo asignado acumulado: S/ 4 000 millones	

Cuadro 3-1: El proceso de creación de Reactiva Perú en un contexto de política monetaria expansiva (continuación)

	BCRP	Otras Instituciones
27 abril	Subastas acumuladas: 8 Saldo asignado acumulado: S/ 7 996 millones	La SBS flexibiliza requerimientos de provisiones en el marco de Reactiva Perú (Res. SBS 1314-2020)
4 mayo	Subastas acumuladas: 28 Saldo asignado acumulado: S/ 18 954 millones	COFIDE firma Contratos Garantía con entidades financieras.
5 mayo	Subastas acumuladas: 33 Saldo asignado acumulado: S/ 21 410 millones	Desembolso del primer crédito Reactiva Perú por una institución financiera.
10 mayo	Subastas acumuladas: 48 Saldo asignado acumulado: S/ 26 848 millones	Ampliación en S/ 30 mil millones del monto máximo garantizado para el otorgamiento de la garantía del Gobierno Nacional a los Créditos del Programa "Reactiva Perú" (DL 1485), hasta S/ 60 mil millones.
11 mayo	Subastas acumuladas: 53 Saldo asignado acumulado: S/ 27 154 millones	Se autoriza a la Superintendencia del Mercado de Valores (SMV) a regular las actividades que, como sociedad titulizadora, realice COFIDE (art. 8 DL 1508)
17 mayo	Subastas acumuladas: 63 Saldo asignado acumulado: S/ 27 306 millones	La SMV aprueba las disposiciones aplicables a COFIDE: para actuar como sociedad titulizadora (Resolución de Superintendente N° 041-2020-SMV/02).
28 mayo	Subastas acumuladas: 73 Saldo asignado acumulado: S/ 27 641 millones	Modificación de los montos máximos de los créditos (DS N° 124-2020-EF), aumentando los montos máximos de créditos, en relación con las ventas, e incorporando condiciones más flexibles, que permitieron ampliar el número de microempresas que se acogieron al programa.
1 junio	Subastas acumuladas: 73 Saldo asignado acumulado: S/ 27 641 millones	Modificación del Reglamento Operativo del Programa Reactiva Perú, ampliando la cobertura de garantía para los préstamos (RM 165-2020-EF/15).
11 junio	Fin de Reactiva 1 Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	
23 junio	Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	Ampliación del plazo, hasta el 30 de setiembre de 2020, para el otorgamiento de la Garantía del Gobierno Nacional a los créditos del Programa Reactiva Perú (DS 154-2020-EF), el plazo original fue el 30 de junio de 2020.
24 junio	Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	Informe previo de la Contraloría General de la República (Oficio N° 000419-2020-CG/DC) sobre la operación de endeudamiento interno en la modalidad de Garantía del Gobierno Nacional, por la ampliación de garantías hasta por la suma de S/ 30 mil millones, en el marco del Programa Reactiva Perú.
25 junio	Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	Ampliación del monto de Garantía del Gobierno Nacional del Programa Reactiva Perú en S/ 30 mil millones adicionales (DS 159-2020-EF), acumulando un total de S/ 60 mil millones.
26 junio	Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	Adenda a la Modificación del Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza de Reactiva Perú (RM N° 179-2020-EF/52), para viabilizar el otorgamiento de la ampliación de garantías por S/ 30 mil millones.
29 junio	Subastas acumuladas: 78 Saldo asignado acumulado: S/ 30 000 millones	Modificación del Reglamento Operativo del Programa Reactiva Perú (RM N° 181-2020-EF/15), incluyendo criterios adicionales de elegibilidad o exclusión, y precisando el requisito de acceso de microempresas comprendidas en el Nuevo Régimen Único Simplificado (Nuevo RUS) al Programa.
30 junio	Inicio de Reactiva 2 Subastas acumuladas: 83 Saldo asignado acumulado: S/ 34 694 millones	
9 julio	Subastas acumuladas: 103 Saldo asignado acumulado: S/ 47 696 millones	Exclusión de los créditos otorgados, bajo el Programa Reactiva Perú, de procedimientos concursales, a través del Procedimiento Acelerado de Refinanciación Concursal (PARC) (Cuarta Disposición Complementaria del DU N° 082-2020).
11 julio	Subastas acumuladas: 108 Saldo asignado acumulado: S/ 49 149 millones	Modificación del reglamento operativo del Programa Reactiva Perú (RM N° 199-2020-EF/15), realizando precisiones sobre los criterios de elegibilidad o exclusión de los préstamos o empresas deudoras.
20 octubre	Fin de Reactiva 2 Subastas acumuladas: 247 Saldo asignado acumulado: S/ 55 282 millones	

Fuente: Montoro (2020) y BCRP.

Recuadro 7
OPINIÓN DEL BCRP SOBRE LA NECESIDAD
DE UN MECANISMO DE INYECCIÓN DE LIQUIDEZ EN RESPUESTA
A LA PANDEMIA DEL COVID-19

En la Exposición de Motivos⁶³ que crea el Programa Reactiva Perú —para asegurar la continuidad en la cadena de pagos ante el impacto del COVID-19— se cita la opinión del BCRP, presentada en este texto.

Opinión del Banco Central de Reserva del Perú

Mediante comunicación de fecha 5 de abril de 2020 dirigida al Ministerio de Economía y Finanzas, el BCRP remite el informe “Propuesta de mecanismo de inyección de liquidez de operaciones repo del BCRP con carteras de créditos de empresas garantizadas por el Tesoro Público para evitar el rompimiento abrupto de la cadena de pagos en la economía peruana”.

Al respecto, en el referido informe, el BCRP manifiesta lo siguiente:

Las empresas de todo tamaño no cuentan en la actualidad con el capital de trabajo suficiente para enfrentar sus obligaciones de corto plazo como son las planillas de remuneraciones, el pago a los proveedores de insumos, materias primas y de servicios, y el pago de diversas obligaciones que deben ser pagados durante y luego que culmine el periodo de emergencia sanitaria. Ante ello es de esperar que, ante la falta de ventas o acceso al financiamiento, las empresas de todo tamaño inicien una suspensión de pagos, lo cual constituirá el inicio de una ruptura de la cadena de pagos. La magnitud del daño de una situación de quiebras se traducirá en la caída abrupta y duradera de la producción nacional, el empleo y los ingresos.

Como referencia, en el Perú entre 1998 y 2001, producto de una experiencia de rompimiento de la cadena de pagos asociado a crisis financieras internacionales, 4 923 empresas no financieras se acogieron a procesos de insolvencia financiera y/o económica (ver Mongrut et al., 2011), el ratio de morosidad bancaria aumentó de 6,4 a 10,8 por ciento, cinco bancos fueron absorbidos por otras entidades y seis bancos fueron liquidados. Ante tal disrupción se requiere una acción rápida, decidida y significativa de las autoridades fiscal y monetaria.

Con relación al impacto macroeconómico de la pandemia, el BCRP señala que los efectos negativos de la situación de pandemia en la economía se agrupan en factores de oferta y de demanda agregada. Inicialmente, se tiene en todo el mundo una reducción abrupta del número de trabajadores en las empresas, lo cual golpea la producción y los canales logísticos, por el que la producción se provee de insumos y materias primas. Este factor ha determinado una caída de precios de materias primas que exporta el Perú⁶⁴.

63 Decreto Legislativo N° 1455- que crea el Programa Reactiva Perú para Asegurar la Continuidad en la Cadena de Pagos ante el Impacto del COVID-19.

64 El precio del cobre ha bajado 23 por ciento en lo que va de 2020 (dato vigente a la fecha de elaboración del documento).

Entre los factores de demanda se cuenta el desplome del consumo de las familias y de la inversión de las empresas. Por la combinación de ambos factores se observa una caída anual de la demanda de electricidad de 30 por ciento en la segunda quincena de marzo. Los efectos negativos de oferta y demanda antes descritos, pueden ser enormemente amplificados en todas las economías del mundo, por efecto de quiebras masivas de empresas, cuando éstas no puedan pagar sus obligaciones con trabajadores y proveedores, lo cual iniciará una caída en cascada por la parada abrupta de las cadenas de pagos. Eventualmente, las crisis de las empresas terminarán quebrando a las entidades financieras, y destruyendo los ahorros del público que los fondos de seguros no puedan cubrir. Se está, por tanto, en riesgo de una depresión y no de una simple recesión, que son de corta duración y no involucran quiebras empresariales importantes.

Respuesta de Política Económica: Se propone que el Tesoro Público extienda una garantía a créditos otorgados por las entidades financieras a empresas golpeadas por la caída de su capital de trabajo para que, de esta forma, puedan reiniciar sus operaciones. El BCRP ha anunciado la aprobación —en su sesión del 26 de marzo de 2020— de una nueva facilidad de compra temporal de cartera garantizada por el Tesoro Público, lo cual podrá imprimir una inyección efectiva de recursos financieros a la economía. Las garantías del Tesoro Público no irrogan gastos presupuestales ni afectan al déficit fiscal, salvo el caso de un incumplimiento de un deudor.

Una garantía del Tesoro Público es fundamental para que las entidades financieras ejecuten este financiamiento y, a la vez, el BCRP esté posibilitado a inyectar recursos líquidos. En una situación de alto riesgo como la actual, las entidades financieras dejan de extender créditos.

Por ello, este tipo de medida viene empezando a ser aplicada en diversos países como los de la Comunidad Europea, Reino Unido, Australia y Nueva Zelanda, y economías emergentes como Brasil y Chile.

Asimismo, diversos trabajos académicos remarcan su efectividad para sacar a las economías del riesgo de una depresión económica. Se advierte que, de todos modos, la economía tendrá una caída en su actividad económica este año, pero lo que se debe evitar de cualquier forma es una situación de quiebras masivas de empresas y entidades financieras, situación en la cual se produciría un colapso tanto de la recaudación tributaria, cuanto de la provisión de los servicios públicos (salud, educación, seguridad, justicia, infraestructura, principalmente).

El consenso académico y de los decisores de política económica de economías desarrolladas es que, para disminuir el riesgo de una depresión económica, es necesario actuar rápidamente con una inyección masiva de fondos que permita a las empresas reiniciar operaciones mediante la reposición de los fondos de capital de trabajo.

La medida busca que las empresas sigan pagando a sus trabajadores y proveedores, y empiecen a operar y vender. Esto busca crear un círculo virtuoso porque si las empresas pagan a sus trabajadores, estos pueden comprar. De igual manera, si las empresas pueden pagar a sus proveedores, se mantiene la cadena de pagos de nuestra economía. Este programa no constituye un rescate al capital, porque se trata de préstamos para una

situación extraordinaria y sin precedentes, en el que casi todas las operaciones económicas han sido detenidas. Debe reconocerse, sin embargo, que la incertidumbre sobre el desenvolvimiento económico internacional y local lleva a considerar la flexibilidad en la adopción de nuevas medidas, o en las dosis de las medidas ya adoptadas. La ejecución debería tomar en cuenta los controles de riesgos necesarios para el cumplimiento de los objetivos del programa.

3.2 Inyección de liquidez y garantía del Gobierno

El Programa Reactiva Perú se estructuró a partir de operaciones de inyección de liquidez realizadas por el BCRP, respaldadas por créditos otorgados por el sistema financiero nacional y garantizados por el Gobierno. En este modelo, la garantía se activaba cuando la empresa deudora no cumplía con su obligación por más de 90 días. Así, la garantía ayudaba a reducir el riesgo crediticio para las entidades participantes, incentivándolas a otorgar préstamos, y asegurando que la liquidez proporcionada por el BCRP llegara a la economía de manera efectiva.

Las operaciones de reporte se llevaron a cabo mediante subastas de fondos organizadas por el BCRP, bajo la modalidad de subasta inversa. En este esquema, los fondos se asignaban según las tasas de interés máximas que las entidades financieras estaban dispuestas a cobrar a sus clientes por los créditos otorgados a las empresas. Este mecanismo permitió que aquellas instituciones que ofrecieran las tasas más bajas accedieran a los recursos, asegurando así que la reducción de la tasa de interés del BCRP se transmitiera rápidamente a los nuevos créditos empresariales. Como resultado, las compañías pudieron acceder a financiamiento en condiciones más favorables, lo que incentivó la oferta de crédito.

Además de facilitar una distribución eficiente de los recursos, las subastas garantizaron que las tasas de interés reflejaran las condiciones del mercado, promoviendo tanto la transparencia como la eficiencia en la asignación de fondos. Este enfoque fue clave para mantener la liquidez del sistema financiero y respaldar la recuperación económica en el contexto de la crisis generada por la pandemia de COVID-19.

Un desafío inicial en la implementación del programa fue el cierre de la atención al público de las notarías durante la emergencia nacional, lo que dificultó la validación de los Contratos Marco entre el BCRP y algunas entidades financieras para realizar las operaciones de reporte con cartera. Aunque algunas organizaciones ya habían firmado estos contratos, antes de la pandemia, para utilizar las operaciones de reporte de cartera —como un mecanismo de acceso de liquidez de emergencia—, muchas otras no lo habían hecho, y tuvieron que firmarlos de manera urgente. Este inconveniente se resolvió, mediante la publicación de una circular —el 3 de abril de 2020—, que simplificó el proceso de firma de contratos durante la emergencia. Así, la firma de los Contratos Marco comenzó el 6 de abril de 2020, y continuó hasta la primera subasta de repos, dentro del marco de Reactiva Perú.

Una vez aprobado el reglamento operativo del Programa Reactiva Perú, y realizadas las coordinaciones respectivas con las instituciones involucradas, el BCRP publicó —el 14 de abril de 2020— la circular⁶⁵ que crea y detalla el instrumento de Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional. Posteriormente, el 16 de abril se publicó la tasa de interés de 0,5 por ciento aprobada por el Directorio del BCRP para estas operaciones de inyección⁶⁶.

En este contexto, quedaban algunos pasos adicionales que tenían que efectuarse antes de la primera subasta de repos, en el marco del Programa Reactiva Perú:

- La Contraloría General de la República⁶⁷ emitió su informe previo sobre la operación de endeudamiento interno —en la modalidad de Garantía del Gobierno Nacional—, hasta por la suma de S/ 30 mil millones, en el marco del Programa Reactiva Perú.
- El Poder Ejecutivo⁶⁸ aprobó el otorgamiento de Garantía del Gobierno Nacional hasta S/ 30 mil millones para el Programa Reactiva Perú.
- Se aprobó el Acto Constitutivo de Fideicomiso de Titulización y Comisión de Confianza de Reactiva Perú y encargo de administración a COFIDE⁶⁹. Una semana después, se estableció que el cobro de la comisión por emisión de la garantía se efectúe, luego de concluido el periodo de gracia del crédito otorgado⁷⁰.

Una vez culminados la mayor parte de los aspectos normativos y contractuales, el 23 de abril de 2020 se llevó a cabo la primera subasta de repos del Programa Reactiva Perú. Por la urgencia del inicio de la ejecución del programa, algunos aspectos adicionales se tuvieron que dar sobre la marcha. Por ejemplo, el 27 de abril de 2020, se acondicionaron los requerimientos de provisiones⁷¹ a la normativa de Reactiva Perú, lo que permitía que las entidades financieras puedan prestar, considerando la garantía del Gobierno Nacional a los nuevos créditos, en el cálculo de provisiones, y con ello, asumir un menor costo por riesgo crediticio. Asimismo, el 4 de mayo, COFIDE firmó los contratos de garantía con las entidades financieras. Adicionalmente, el 11 de mayo se autorizó a la SMV a regular las actividades que, como sociedad titulizadora realizaría COFIDE. Estas medidas eran fundamentales para hacer operativa la garantía otorgada por el Gobierno nacional. Así, el 17 de mayo la SMV aprobó las disposiciones aplicables a COFIDE para actuar como sociedad titulizadora (ver Recuadro 8).

65 Circular N° 017-2020-BCRP.

66 La tasa de interés fue aprobada por el Directorio del BCRP, en su sesión del 9 de abril de 2020.

67 Oficio N° 000287-2020-CG/DC de 20 de abril de 2020.

68 Decreto Supremo N° 084-2020-EF del 21 de abril de 2020.

69 Resolución Ministerial N° 140-2020-EF/52 del 22 de abril de 2020.

70 Resolución Ministerial N° 147-2020-EF/52 del 29 de abril de 2020.

71 Mediante Resolución SBS N° 1314-2020.

Recuadro 8

LA IMPLEMENTACIÓN DE LAS OPERACIONES DE REPORTE CON GARANTÍA

Autores: Jorge Cerna y Ethel Guerra

El principal instrumento utilizado por el BCRP para inyectar liquidez es la Operación de Reporte o Repo, en la que el Banco Central otorga fondos a las entidades financieras, por un plazo establecido, a cambio de un colateral. Estas operaciones se ejecutan mediante subastas, donde el BCRP otorga los fondos a las entidades financieras que le ofrecen pagar las tasas de interés más altas, o mediante colocaciones directas, en que el BCRP establece las condiciones, y la tasa de interés a la que otorgará los fondos. Si alguna entidad financiera incumple con devolver los fondos en la fecha pactada, o si ingresa a un proceso de intervención o liquidación, el BCRP mantiene los colaterales, y da por concluido el Repo. El BCRP puede aceptar como colaterales: títulos valores emitidos por el BCRP y el Gobierno Nacional, moneda extranjera o carteras de créditos representados en títulos valores.

El BCRP introdujo las operaciones de reporte con carteras de créditos, representadas en títulos valores, denominado Repos de Cartera, —en abril de 2009— buscando ampliar el universo de colaterales disponibles, contra el cual el BCRP pudiera inyectar liquidez, en situaciones cuando las entidades financieras no contaran con otros tipos de colaterales, como títulos valores emitidos por el BCRP y el Gobierno Nacional o moneda extranjera. Para cumplir con lo establecido en su Ley Orgánica, el BCRP requería que los créditos estén representados en títulos valores (por ejemplo, pagarés) y que sean de alta calidad (calificación del deudor 100 por ciento normal según el reporte consolidado de la SBS).

Las carteras de créditos carecen de un registro electrónico, como es el caso de los otros tipos de colateral, y por este motivo, la operatividad de los Repos de Cartera es compleja, dado que se busca reducir el problema de información asimétrica, en la cual, la entidad financiera que origina los préstamos tiene mejor información sobre la salud de la cartera que el BCRP. Por ello se requería, entre otras condiciones, que las entidades financieras registren en el BCRP las características, los cronogramas de pago y la lista de garantías específicas o genéricas de cada crédito.

Adicionalmente, se debían establecer nuevos créditos para compensar amortizaciones o prepagos de los créditos ya otorgados, mientras que para los créditos de menor tamaño se tenía que presentar un reporte —emitido por una empresa central de riesgo—, que certifique que cada uno de los deudores es de calidad “normal”. Cabe señalar que los Repos de Cartera no fueron utilizados antes la pandemia.

Las Operaciones de Reporte de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Repos con Garantía) son un tipo de especial de Repo de Cartera, en el cual la cartera que conforma el colateral de la operación cuenta con la garantía estatal. La implementación del Programa Reactiva Perú, con los Repos con Garantía, representó un reto operativo importante, dado que implicó el desembolso de créditos por un monto equivalente al 15 por ciento de la cartera de las entidades financieras, y en un periodo de tiempo reducido.

Al diseñar los Repos con Garantía se realizaron modificaciones respecto a los Repos con Cartera:

- a) Los créditos contaban con la garantía del Gobierno Nacional, por lo que la parte cubierta se consideraba de alta calidad, y COFIDE — con rol de administrador del programa—, debía llevar a cabo el control del cumplimiento de los requisitos para obtener dicha garantía, por lo que no era necesario solicitar un reporte emitido por una empresa central de riesgo, que certifique la calificación de los deudores.
- b) Dada la gran cantidad de créditos, no se requirió el registro de los cronogramas de pago; sin embargo, las entidades financieras debían enviar un reporte semanal, que constituía una declaración jurada, con la actualización de los saldos vigentes de los créditos.
- c) Solo se aceptaba como colateral a los créditos con garantía del Gobierno Nacional, otorgados dentro del Programa Reactiva Perú, que era finito, por lo que no era posible reemplazar los créditos que eran amortizados, prepagados u honrados. En este sentido, la reducción en el saldo vigente de los créditos implicaba una disminución en el monto del Repo con Garantía. Es decir, el saldo de Repos con Garantía iba contrayéndose, de la mano con los pagos de los créditos Reactiva.

Además, el mecanismo de asignación de las subastas fue modificado para asegurar que las tasas de interés de los créditos del Programa Reactiva Perú sean lo más bajas posibles. Es decir, el BCRP adjudicaba los fondos a aquellas entidades financieras, que ofrecieran cobrar las menores tasas de interés a sus clientes. Esta lógica es inversa a las subastas regulares de Operaciones de Reporte, donde se adjudican las subastas a las entidades financieras que ofrecen pagar más por los fondos. Este mecanismo era un rasgo que distinguía a Reactiva Perú de otros programas, implementados en otros países de la región, como Chile y Colombia. El nivel de esta tasa de interés, la garantía del Gobierno Nacional y el mecanismo de subasta inversa permitieron que las tasas de interés de los créditos del programa hayan sido tan bajas.

De otro lado, las Operaciones de Reporte se liquidan en una sola operación. Sin embargo, dado el volumen de créditos Reactiva Perú, era complicado que las entidades financieras pudieran liquidar los Repos con Garantía en una sola fecha. Por este motivo, el BCRP permitió que los organismos financieros liquiden los Repos con Garantía en partes, o tramos. Empero, el BCRP estableció una fecha máxima para completar los desembolsos, mientras que las entidades que no lograran colocar todos los créditos tendrían que pagar una penalidad, que se calculaba sobre el monto no colocado. La idea detrás de esta penalidad era evitar que una entidad acapare las subastas de Repos con Garantía, y que no pueda colocar todos los fondos, lo que podría afectar el éxito del programa. No obstante, considerando el pedido de las instituciones financieras que señalaban dificultades para completar las colocaciones de créditos, por las restricciones sanitarias, —y por la carga operativa que recaía en COFIDE—, el BCRP realizó prorrogas en las fechas límite de colocación.

El BCRP estableció un criterio basado en calificaciones crediticias —dependía del porcentaje de cobertura de los créditos— para determinar qué entidades podían participar en las operaciones de Repos con Garantía. Por ejemplo, al inicio del programa, las operaciones de reporte de créditos con coberturas de 80, 90, 95 y 98 por ciento requerían una calificación crediticia mínima de la entidad financiera participante de B+, B-, B- y C, respectivamente⁷². Ahora bien, el BCRP flexibilizó posteriormente los criterios de elegibilidad para ampliar la participación.

Entre otras características de las operaciones de reporte estaba la tasa de costo por la operación de reporte, es decir, la tasa que el BCRP cobraba por la liquidez en soles, la cual ascendía a 0,5 por ciento. Además, el plazo de estas operaciones era de tres años, en coherencia con el plazo de los créditos dentro del Programa Reactiva Perú. Por otro lado, el BCRP establecía el plazo en el que las entidades adjudicatarias podían completar la entrega de los colaterales de la operación. Es decir, durante este periodo, las entidades financieras debían realizar las gestiones necesarias para conseguir las garantías sobre los créditos, y reportar toda la información pertinente al BCRP para realizar la liquidación de colaterales y fondos. Inicialmente este plazo fue de dos semanas, sin embargo, posteriormente, se le realizaron ampliaciones, considerando las demoras propias de la tramitación de garantías.

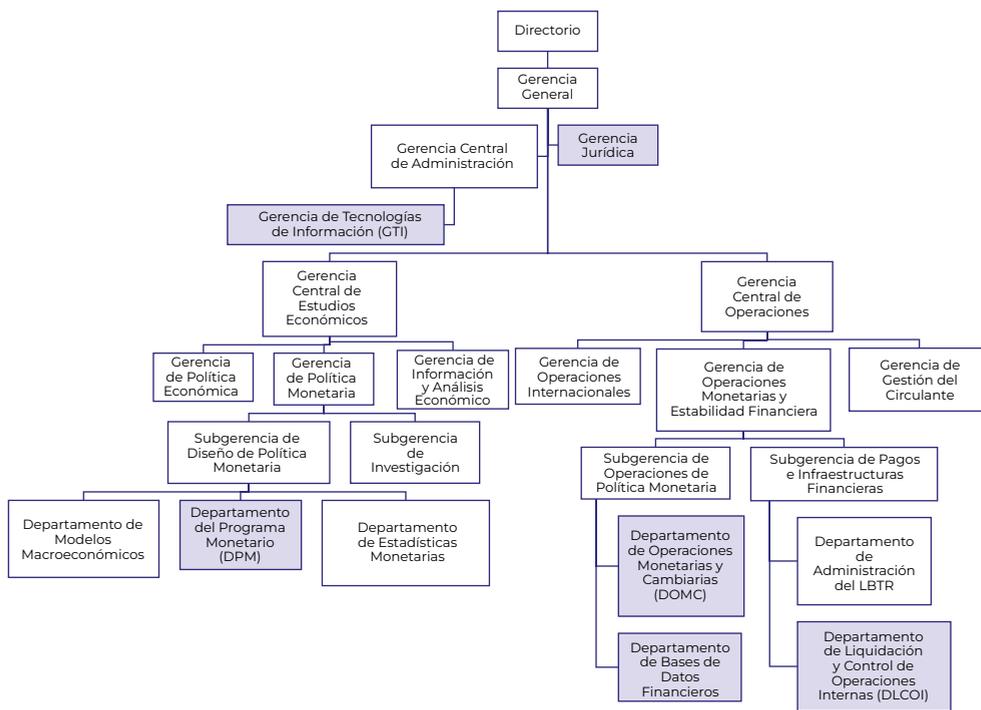
Las Operaciones de Reporte han demostrado ser herramientas fundamentales en la política monetaria del BCRP, destacándose por su flexibilidad para adaptarse a contextos económicos cambiantes. La introducción de los Repos con Garantía evidencia la capacidad del BCRP para diseñar mecanismos innovadores, que no solo expanden el universo de colaterales disponibles, sino que también responden a situaciones extraordinarias, como la crisis sanitaria de 2020. Estas operaciones han permitido canalizar liquidez de manera eficiente hacia el sistema financiero, promoviendo la estabilidad económica.

3.3 Flujo operativo del Programa Reactiva Perú

La implementación de las operaciones de reporte con créditos garantizados comenzó en abril de 2020, y supuso un reto para varias áreas internas del BCRP. Dentro de la Gerencia de Política Monetaria (ver Gráfico 3-1) —al interior de la Gerencia Central de Estudios Económicos—, el Departamento del Programa Monetario (DPM) se encargó de la elaboración del programa monetario, el cual incluyó la recomendación para la decisión de la tasa de referencia de la política monetaria, así como la evaluación de las necesidades de liquidez, en el periodo de estado de emergencia sanitaria (inicialmente S/ 30 mil millones, y posteriormente S/ 30 mil millones adicionales). Este análisis fue consistente con las proyecciones macroeconómicas elaboradas en la Gerencia Central de Estudios Económicos.

72 Se consideraba la calificación crediticia mínima entre la reportada por S&P, Fitch y Moody's. En caso una entidad financiera no contara con una calificación por parte de estos agentes, se consideraba la calificación otorgada por agencias locales.

Gráfico 3-1: Organigrama general del BCRP



Nota: Versión simplificada del organigrama general vigente en 2020. Las áreas sombreadas estuvieron directamente involucradas en la puesta en operación del Programa Reactiva Perú.

El Departamento de Operaciones Monetarias y Cambiarias (DOMC) – área encargada de la ejecución de las subastas – gestionó los cambios requeridos a la plataforma de subastas y a los sistemas internos de registro y adjudicación de operaciones. Por otro lado, el Departamento de Liquidación y Control de Operaciones Internas (DLCOI) – área encargada de la liquidación de operaciones y posterior monitoreo de colaterales – desarrolló nuevos procesos que le permitieran recibir la ingente información de los colaterales, realizar las verificaciones pertinentes y liquidar los fondos. Asimismo, diseñó un control eficiente para hacer un seguimiento de las operaciones hasta el vencimiento. En todo este proceso, la Gerencia de Tecnologías de Información (GTI) jugó un papel importante, dando el soporte técnico necesario para la adaptación de los sistemas internos: el sistema de instrumentos monetarios y cambiarios (SIMC) y el sistema de interconexión bancaria (SIB-FTP). Por su parte, la Gerencia Jurídica participó activamente en la revisión del marco legal que aprobó el Programa Reactiva, así como brindó la asesoría legal necesaria para la elaboración de la circular de operaciones de reporte de cartera de crédito con garantía del Gobierno nacional. Por otro lado, tuvo a su cargo la revisión de la documentación y requisitos necesarios para que la mayoría de las entidades financieras que podían participar en este programa, suscriban los Contratos Marco respectivos.

El proceso operativo del Programa Reactiva Perú se inicia con las subastas de fondos, llevadas a cabo por el BCRP, en las que participaban instituciones financieras autorizadas, como bancos, financieras, cajas municipales y rurales. Durante estas subastas, los fondos se asignaban a las entidades que ofrecían las tasas de interés más competitivas para sus clientes. Las entidades ganadoras, tras recibir la asignación, presentaban a COFIDE los detalles de los créditos propuestos para su verificación y aprobación. Una vez comprobados, COFIDE emitía garantías gubernamentales, permitiendo así que las instituciones financieras solicitaran la liquidez al BCRP, y con ello, proceder al desembolso de los créditos a las empresas impactadas por la pandemia.

Estas operaciones estaban respaldadas por garantías otorgadas por el Gobierno Nacional, y las instituciones financieras presentaban los créditos garantizados como colateral ante el BCRP, lo que aseguraba tanto el cumplimiento como la seguridad de la transacción. Este procedimiento no solo facilitaba la fluidez del crédito —en condiciones preferenciales—, sino que también garantizaba una asignación eficiente de los recursos financieros, mediante un mecanismo de subasta.

El programa se estructuró en torno a dos esquemas principales de reporte:

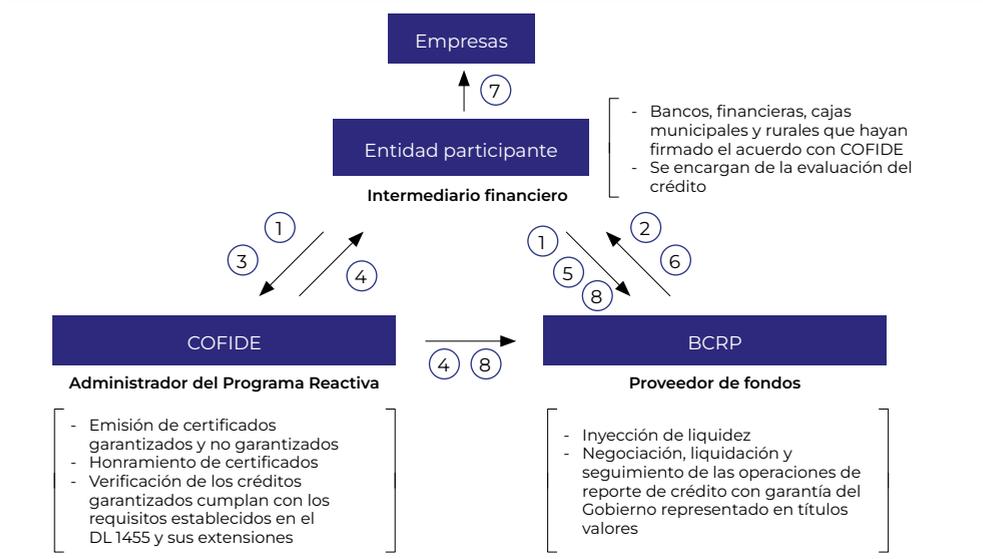
- **Esquema regular:** Bajo este, el BCRP aceptaba como colateral una cartera de créditos garantizados, que incluía créditos con un saldo insoluto superior a S/ 10 000. COFIDE, por su parte, asignaba un certificado de garantía a cada crédito de la cartera, cubriendo un porcentaje del total del préstamo.
- **Esquema especial:** En este, el BCRP aceptaba certificados de participación, garantizados por COFIDE, emitidos a través de un fideicomiso de titulación para créditos, con un saldo insoluto de hasta S/ 10 000.

Este procedimiento operativo del Programa Reactiva Perú, en detalle, se presenta a continuación (ver Gráfico 3-2):

1. **Inicio del proceso:** La entidad financiera firma un contrato de cesión de cartera con COFIDE y el Contrato Marco de Operaciones de Reporte con el BCRP. Cumpliendo esto, puede participar en las subastas de reporte.
2. **Adjudicación y desembolso:** Si la empresa financiera gana la subasta, se le adjudica una operación repo, que puede liquidarse en tramos, según la solicitud de la empresa financiera, dentro de un plazo definido.
3. **Verificación y garantía:** La entidad financiera proporciona a COFIDE los detalles de los créditos, según el esquema aplicable. COFIDE verifica el cumplimiento de las condiciones y, si son adecuadas, otorga la garantía gubernamental.
4. **Comunicación de garantía:** COFIDE informa a la entidad financiera sobre la entrega de garantías, y envía detalles al BCRP sobre los créditos, bajo ambos esquemas.
5. **Registro y validación:** La entidad financiera registra los créditos o certificados como colateral. El BCRP verifica la información proporcionada por COFIDE para garantizar su veracidad.

6. **Liquidación de la operación:** El BCRP envía a la entidad financiera el Contrato Específico con las condiciones de la operación, y transfiere los fondos a la cuenta corriente de la entidad financiera
7. **Desembolso a clientes:** La entidad financiera utiliza los fondos recibidos para desembolsar créditos a sus clientes.
8. **Reporte continuo:** En el esquema regular, la entidad financiera reporta semanalmente al BCRP el estado del crédito. En el esquema especial, reporta a COFIDE, quien a su vez informa al BCRP.

Gráfico 3-2: Flujo de operativo de las operaciones de reporte con garantía de Gobierno



Fuente: Pomasunco y Miranda (2021).

El 23 de abril de 2020, el BCRP inició la ejecución de las operaciones de Repo con Garantía, llevando a cabo cuatro subastas bajo el esquema regular. Un factor clave para determinar el monto de cada subasta fueron las encuestas realizadas por el DOMC, que evaluaba la demanda potencial de las entidades del sistema financiero.

En la operación diaria, una vez que el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias (COMC) establecía el monto a subastar, el DOMC enviaba los memorandos con los detalles de la subasta programada para el día siguiente. Esto permitía a las entidades financieras preparar, con anticipación, sus ofertas y llevar a cabo las gestiones necesarias para asegurar su participación. Los memorandos de las subastas incluían, entre otros datos, el monto a subastar, la tasa de interés aplicable para el financiamiento temporal en soles, el plazo de tres años, la calificación crediticia requerida, el porcentaje de la garantía del Gobierno que debían cubrir los colaterales, y el plazo límite para la liquidación de las operaciones.

El monto asignado en cada subasta podía ser desembolsado en tramos por la entidad participante, dentro del plazo máximo especificado en la convocatoria

correspondiente, cumpliendo con los montos mínimos establecidos tanto para los créditos como para los certificados de participación:

- i. S/ 100,000 para créditos con garantía del 98 por ciento.
- ii. S/ 1 millón para créditos con garantía del 95 por ciento.
- iii. S/ 10 millones para créditos con garantía del 90 por ciento.
- iv. S/ 20 millones para créditos con garantía del 80 por ciento.

El BCRP podía establecer montos mínimos para los tramos distintos a los señalados, lo que sería informado en la convocatoria de la subasta.

Cuadro 3-2: Memorando modelo de convocatoria a subasta de repo de Garantía

Esquema de la Operación:

Características de los créditos:

Monto mínimo de los créditos:

Monto por subastar:

Tasa de interés del BCRP:

Fecha de la subasta:

Plazo mínimo para completar la operación:

Modificaciones del monto mínimo del tramo:

Número máximo de propuestas:

Hora límite para la recepción de propuestas:

Medios para el envío de las propuestas:

Montos máximos de adjudicación por entidad participante:

Un aspecto destacado de la participación de las entidades financieras fue la competitividad en las tasas de interés ofrecidas en sus créditos. En las primeras subastas, las tasas mínimas adjudicadas llegaron a un nivel tan bajo como 0,5 por ciento. Por ejemplo, en la primera subasta, se asignaron repos con tasas de interés entre 0,5 por ciento y 1,98 por ciento para sus clientes, mientras que, en la segunda subasta, las tasas oscilaron entre 0,54 por ciento y 2,99 por ciento. Esto evidencia que el mecanismo de subasta, combinado con la reducción del riesgo crediticio —gracias a la garantía del Gobierno—, permitió que las empresas accedieran a tasas de interés notablemente bajas.

La comunicación entre el BCRP y las entidades financieras fue fundamental para el éxito de estas operaciones, ya que permitió un seguimiento continuo, no solo de la demanda potencial, sino también de los problemas operativos que podrían enfrentar las entidades. Por ejemplo, tras las primeras cuatro operaciones, un problema común entre las entidades adjudicatarias fue la demora en la tramitación de las garantías. Debido a esto, el BCRP prorrogó las fechas límite para presentar los colaterales. Aquellas entidades que, por razones atribuibles a ellas, no registraron su cartera de créditos dentro del plazo establecido, tuvieron que pagar una penalización equivalente a la diferencia entre la

tasa del crédito de regulación monetaria y la tasa de referencia del BCRP (0,5 por ciento y 0,25 por ciento, respectivamente, al inicio del programa), sobre la parte no liquidada de la operación. La penalización no podía ser inferior a 2 UIT.

En cuanto a la adjudicación y liquidación de las primeras operaciones del Programa Reactiva Perú, los sistemas aún se encontraban en una fase temprana de desarrollo. Por ello, estos procesos se realizaron de manera tradicional, lo cual era adecuado para un flujo de operaciones en condiciones normales, pero no para un contexto en el que las operaciones incluían el Repo con Garantía. La falta de un sistema adecuado implicaba un riesgo operativo considerable, lo que representó tanto un desafío como un éxito al desarrollar un sistema seguro y rápido para el procesamiento de la información.

3.4 Resultados de las subastas de repos con garantía

En el marco del Programa Reactiva Perú, el BCRP adjudicó Repos de cartera con garantía gubernamental, en un total de 247 subastas, por un total de S/ 55 282 millones y a una tasa de interés promedio de 1,40 por ciento. Asimismo, el monto total demandado en las subastas fue mayor que el adjudicado, con un total demandado de S/ 102 671 millones, aunque inferior al monto total ofertado de S/ 125 340 millones, dado que 49 subastas fueron declaradas desiertas (ver Cuadro 3-3).

Cuadro 3-3: Resumen de resultados: Reactiva Perú

(Montos en millones de soles y tasas en porcentajes)

Esquema	Regular				Especial	Total
	80	90	95	98	98% E	
Número de operaciones	49	49	49	52	48	247
Monto ofertado	14 400	37 050	34 800	32 438	6 653	125 340
Monto demandado	20 105	46 444	25 280	7 736	3 105	102 671
Monto adjudicado	9 597	24 275	14 302	5 225	1 882	55 282
Monto liquidado	9 099	23 229	13 488	4 719	1 663	52 197
Liquidado (como porcentaje de adjud.)	95%	96%	94%	90%	88%	94%
Tasa mínima	0,79	0,90	0,54	0,50	0,55	0,50
Tasa máxima	2,15	2,50	3,25	5,25	5,25	5,25
Tasa promedio	1,16	1,21	1,30	2,42	3,04	1,40
Tasa BCR	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,50
Montos liquidados por tipo de entidad:						
Bancos	9 099	23 112	12 609	2 756	1 505	49 081
Financieras	0	0	10	172	53	235
CRAC	0	0	95	177	36	308
CMAC	0	117	774	1 613	69	2 573

Durante la fase 1 (ver Cuadro 3-4), a través de 78 subastas, se adjudicó el 100 por ciento de los fondos asignados (S/ 30 000 millones), liquidándose S/ 29,3 mil millones (98 por ciento del total adjudicado). Por otro lado, en la fase 2 del programa (ver Cuadro 3-5), se adjudicó 84 por ciento de los fondos asignados, y se liquidó el 91 por ciento del total adjudicado (S/ 22,9 mil millones). De este modo, el monto total liquidado en el programa ascendió a S/ 52 197 millones (94 por ciento del monto adjudicado).

Cuadro 3-4: Resumen de resultados: Fase 1 de Reactiva Perú

(Montos en millones de soles y tasas en porcentajes)

Esquema	Regular				Especial	Total
	80	90	95	98	98% E	
Número de operaciones	16	16	16	17	13	78
Monto ofertado	10 250	18 000	7 400	1 229	400	37 279
Monto demandado	18 515	30 326	13 141	3 214	266	65 462
Monto adjudicado	8 718	14 006	6 098	974	204	30 000
Monto liquidado	8 307	13 836	6 039	936	184	29 302
Liquidado (como porcentaje de adjud.)	95%	99%	99%	96%	90%	98%
Tasa mínima	0,79	0,90	0,54	0,50	2,50	0,50
Tasa máxima	1,49	2,00	2,50	3,50	3,60	3,60
Tasa promedio	1,11	1,08	1,13	1,44	3,41	1,12
Tasa BCR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Montos liquidados por tipo de entidad:						
Bancos	8 307	13 760	5 622	667	143	28 499
Financieras	0	0	10	79	28	116
CRAC	0	0	9	5	0	14
CMAC	0	76	398	185	13	672

En la segunda fase (Cuadro 3-5), desde el 28 de agosto, el BCRP habilitó la facilidad de ventanilla para la adjudicación directa para el tramo de garantía de 98 por ciento, a tasas de interés de las subastas realizadas durante el mes de agosto. Así, independientemente de si se convocó a una sesión de subastas del programa, las entidades financieras podían adjudicarse directamente a una tasa previamente fijada. Para las operaciones directas en el esquema regular (carteras de créditos con garantía del Gobierno Nacional, por montos mayores o iguales a S/ 10 mil), se estableció una tasa de interés máxima de 3,80 por ciento. Por su parte, para las operaciones en el esquema especial (certificados de participación con garantía con cargo a fideicomisos de titulización provenientes de créditos con garantía del Gobierno Nacional, en montos

menores a S/10 mil), se determinó una tasa máxima de 3,93 por ciento⁷³. Cabe mencionar que solo se realizaron colocaciones directas en el tramo final del programa, entre el 15 y el 28 de setiembre de 2020, por un total de S/ 11,5 millones.

Cuadro 3-5: Resumen de resultados: Fase 2 de Reactiva Perú

(Montos en millones de soles y tasas en porcentajes)

Esquema	Regular				Especial	Total
	80	90	95	98	98% E	
Número de operaciones	33	33	33	35	35	169
Monto ofertado	4 150	19 050	27 400	31 209	6 253	88 062
Monto demandado	1 590	16 118	12 139	4 523	2 839	37 209
Monto adjudicado	879	10 269	8 204	4 252	1 678	25 282
Monto liquidado	792	9 393	7 448	3 783	1 480	22 896
Liquidado (como porcentaje de adjud.)	90%	91%	91%	89%	88%	91%
Tasa mínima	1,25	0,99	0,60	0,55	0,55	0,55
Tasa máxima	2,15	2,50	3,25	5,25	5,25	5,25
Tasa promedio	1,66	1,38	1,43	2,65	2,99	1,73
Tasa BCR	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50
Montos liquidados por tipo de entidad:						
Bancos	792	9 352	6 986	2 089	1 362	20 582
Financieras	0	0	0	93	26	119
CRAC	0	0	86	172	36	294
CMAC	0	40	376	1 429	55	1 901

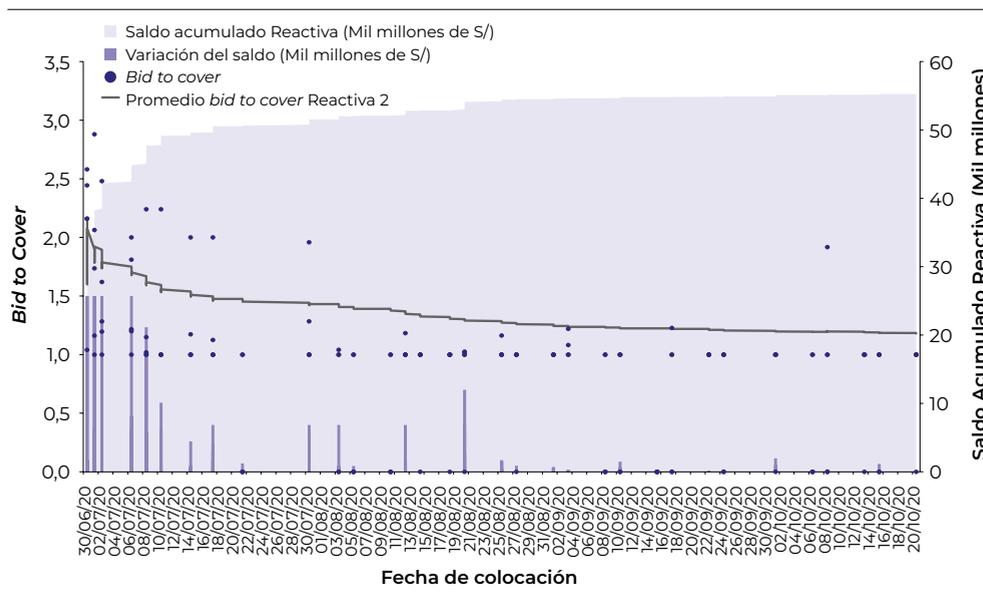
Finalmente, el Programa Reactiva Perú concluyó sin ejecutar la totalidad de los S/ 60 000 millones de garantías ofrecidas por el Gobierno, debido a una disminución en la demanda de fondos del BCRP, por parte de las entidades financieras. Esto quedó evidenciado en la última subasta de Repos de Cartera con Garantía del Gobierno, realizada el 10 de noviembre de 2020, en la que se ofrecieron S/ 200 millones, pero fue declarada desierta por falta de interesados. Además, de las últimas 30 subastas realizadas, 10 también quedaron desiertas.

En total, se ofertaron S/ 13 800 millones en estas 30 últimas subastas, pero solo se demandaron S/ 396 millones, lo que representa menos del 3 por ciento del monto ofrecido por el BCRP. Este comportamiento también se refleja en el Gráfico 3-3, donde se observa el *bid-to-cover ratio*, una medida que evalúa la demanda en subastas de

⁷³ Las tasas de interés fueron fijadas por el Comité de Operaciones Monetarias y Cambiarias del BCRP, de modo que reflejaran las condiciones del mercado. Se estableció que fueran el promedio de las subastas realizadas en el mes de agosto de 2020, en el tramo de garantía de 98 por ciento.

títulos, calculada dividiendo la cantidad total de ofertas recibidas entre la cantidad de títulos ofrecidos mediante el Programa Reactiva Perú en la fase 2. Dicho indicador muestra claramente una disminución en la demanda por los fondos del BCRP, en la etapa final del programa. De esta manera se evidencia la baja demanda de los recursos de Reactiva Perú, pero hacia el cierre de su ejecución.

Gráfico 3-3: Evolución de la demanda por fondos Reactiva de parte de entidades financieras



Esta disminución en la demanda puede explicarse por diversos factores. En primer lugar, muchas empresas, que cumplían con los requisitos, ya no precisaron financiamiento adicional, es decir, el programa habría cubierto las necesidades de todos los clientes potenciales que cumplían las exigencias establecidas. En segundo lugar, algunas empresas no lograron acceder a los créditos debido a restricciones en los criterios de elegibilidad. Finalmente, la recuperación parcial de la economía, tras el levantamiento de las medidas de confinamiento, mejoró los flujos de caja de algunas empresas, lo que las llevó a evitar nuevos endeudamientos.

Recuadro 9

LA OPERATIVIDAD DEL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

Autores: Ethel Guerra y Freddy Espino

La implementación del Programa Reactiva Perú representó un desafío sin precedentes para el BCRP, no solo por la necesidad de adaptar los sistemas informáticos internos a las características innovadoras del instrumento Repo de Cartera de Créditos con Garantía del Gobierno Nacional (Repo con Garantía), sino también por la coyuntura de crisis que exigía una ejecución urgente del programa para evitar un mayor deterioro de la actividad económica. A esto se sumó la implementación del trabajo remoto, que planteó nuevos retos de coordinación tanto dentro del banco central como con las entidades involucradas en el programa.

Múltiples departamentos del BCRP trabajaron en conjunto para diseñar y desarrollar los cambios necesarios en la infraestructura tecnológica utilizada en los procesos de negociación, registro de información y liquidación de operaciones. La adecuación de los sistemas fue un proceso que se mantuvo, incluso hasta después de iniciada la ejecución del programa, debido a la necesidad de mejoras y optimizaciones continuas para garantizar un funcionamiento eficiente y seguro.

En específico, las principales gestiones llevadas a cabo para adaptar el proceso de negociación del instrumento Repo con Garantía y del registro posterior de la información fueron las siguientes:

- Creación de un nuevo formulario de registro de subasta en la plataforma de negociación DATATEC⁷⁴: Este desarrollo requirió ajustar ciertos campos del formulario de subastas para permitir el registro de las características del Repo con Garantía.
 - Colateral: Se amplió la lista de colaterales elegibles, incluyendo a los créditos garantizados, que antes no estaban contemplados como colaterales aceptables en las operaciones de subastas de repo del BCRP. Previamente, solo se aceptaban los bonos del Tesoro Peruano y los valores del BCRP.
 - Fecha valor: Se permitió que la fecha de liquidación pudiera ser posterior al día de negociación. Hasta entonces, el BCRP solo realizaba operaciones con una fecha de liquidación igual a la fecha de subasta.
 - Interés: Se estableció que el cobro de intereses se realizara al vencimiento de la operación.
- Simulaciones de subastas en DATATEC: Se ejecutaron pruebas de subastas para validar el correcto funcionamiento del sistema. El BCRP verificó el proceso de registro de subasta, ingreso de posturas y de adjudicación del monto subastado.

74 Es un proveedor de un sistema de interconexión con el sistema financiero que consta de plataformas para la realización electrónica de subastas, negociación en el mercado secundario de títulos de renta fija, negociación de compra y venta de moneda extranjera, entre otros.

Las entidades financieras también realizaron ajustes y pruebas en sus propios sistemas, dado que algunos estaban integrados con la plataforma de negociación.

- **Habilitación de operadores autorizados para participar en subastas:** Se recibieron listas actualizadas de operadores de las entidades financieras, y el BCRP los habilitó en la plataforma para participar en las subastas de Repo con Garantía.
- **Segmentación de entidades financieras en función a su calificación crediticia:** En las subastas de Repos con Garantía, el BCRP estableció un criterio de calificación crediticia mínima que las entidades financieras debían cumplir para acceder a las operaciones. Esta calificación crediticia mínima variaba, dependiendo del nivel de cobertura de los créditos. Para administrar esta restricción de manera eficiente en cada subasta, el BCRP creó listas de entidades financieras, según su calificación crediticia, y las incorporó en los formularios de registro de subasta de DATATEC.
- **Actualización del listado de claves fax y de firmas con poderes de las distintas entidades financieras:** Para garantizar la validez de las solicitudes de operaciones de Repo de Garantía, enviadas por medio de cartas, se utilizó el sistema de claves fax. Estas claves son códigos de seguridad empleados por las entidades financieras para autenticar su documentación y funcionan como una contraseña única que debe estar registrada en un listado, comunicado con anticipación al BCRP. Al recibir una solicitud de operación de Repo de Garantía, el BCRP se encargaba de verificar que la clave de la carta se encontrara en el listado de claves, previamente indicado por la entidad. Asimismo, se validaba que las cartas contaran con las firmas de las personas autorizadas por las entidades financieras.
- **Implementación de un módulo específico para registrar la información en el sistema interno o SIMC:** Se desarrolló un nuevo módulo para registrar los datos relacionados a las operaciones de Repo con Garantía, como las características de cada operación, las posturas presentadas y la adjudicación final. Además, se establecieron validaciones para garantizar la consistencia de la información.

El BCRP también introdujo modificaciones en el proceso de liquidación de operaciones. Los principales desarrollos fueron los siguientes:

- **Modificación del módulo de liquidación:** Se incorporó la posibilidad de liquidar los montos adjudicados en tramos, en lugar de una fecha única, lo que permitió una mayor flexibilidad operativa en las operaciones de Repo con Garantía.
- **Automatización del proceso de liquidación y de generación de contratos:** Se desarrollaron procesos automáticos que verificaban la consistencia de la información entre los sistemas internos del BCRP (SIB-FTP y SIMC). El SIB-FTP contenía la información de las carteras de créditos garantizados, mientras que el SIMC albergaba la información del monto que las entidades financieras se habían adjudicado de Repo de Garantía. Un control importante para la liquidación fue que no se le entregara a la entidad financiera una cantidad de dinero mayor al asignado en la operación de Repo de Garantía. Además, se estableció otro control para que

solo se aceptaran como colateral exclusivamente a los créditos garantizados por COFIDE.

- Desarrollo de un proceso de valorización de la cartera de créditos. Se implementó un mecanismo para valorizar los créditos garantizados, conforme a lo establecido en la normativa vigente. Desde su implementación, en junio de 2020, este proceso permitió realizar un promedio de 244 valorizaciones diarias.
- Desarrollo del proceso de honramiento de garantías: Este permitió generar una carta en formato digital, de manera automática, por cada entidad que solicitara el honramiento de la garantía. Dicha carta autogenerada contenía datos como el saldo pendiente de pago garantizado al momento de la solicitud, y los intereses del repo correspondientes a los créditos objeto de la solicitud. La primera carta fue emitida el 14 de junio de 2021.
- Diseño e implementación de un proceso para aplicar penalidades a entidades financieras que no logran completar la entrega de los colaterales en el plazo establecido en cada subasta de operación de reporte. La primera penalidad se aplicó el 9 de setiembre de 2020.
- Implementación en el sistema interno o SIMC de un proceso para corrección de errores materiales por parte de las entidades financieras. Durante la ejecución del programa se identificaron oportunidades de mejora, en la validación de la información de carteras de créditos —que era reportada semanalmente por las entidades financieras de las carteras de créditos—, que llevó a la implementación de nuevas herramientas para agilizar la conciliación de datos, y minimizar posibles errores operativos. Asimismo, en febrero de 2022 se estableció un proceso que permitió el reembolso de fondos cargados, junto con la aplicación de una penalidad a las entidades financieras que presentaban información errónea⁷⁵.

Reprogramaciones del programa

Posteriormente, luego de la aprobación de las medidas destinadas para la reprogramación de los créditos garantizados con el Programa Reactiva Perú, se requirieron nuevos desarrollos en los sistemas internos.

Los procesos de negociación y de registro de información tuvieron que adecuarse nuevamente para las operaciones de reprogramación, solo cuando estas operaciones se realizaban con liquidez del BCRP a través de operaciones de repo. En cuanto a la negociación, no fue necesario hacer modificaciones en la plataforma de subasta DATATEC; dado que las operaciones de reprogramación con operación de repo de BCRP solo se realizaban a través de solicitudes directas, y no a través de subastas. Sin embargo, sí fue necesario verificar el listado de claves fax para comprobar la autenticidad de las cartas enviadas. Por otro lado, respecto al proceso de registro de la información, fue indispensable ajustar el módulo del sistema interno SIMC para incorporar la modalidad de reprogramación en las operaciones de repo del BCRP. La adecuación de los procesos

⁷⁵ Circular 0005-2022-BCRP del 7 de febrero de 2022.

de liquidación fue compleja, debido a que los créditos debían cumplir varias condiciones para que fueran sujetos a reprogramación.

Una vez que se culminaron esos desarrollos, se inició la ejecución de las operaciones de reprogramación. La operatividad de ambas modalidades de reprogramación, con operación repo del BCRP, y con fondos de la entidad financiera, se detalla en el Cuadro R9-1:

Cuadro R9-1: Reprogramación de créditos garantizados bajo el Programa Reactiva Perú con operaciones repo del BCRP y con fondos de las EP

	Reprogramación con operación repo del BCRP	Reprogramación Con Fondos De La Ep*
Emisión de certificados reprogramados	<ul style="list-style-type: none"> - La EP solicita a Cofide la emisión de los certificados individuales reprogramados garantizados (esquema regular) o los certificados de participación reprogramados garantizados (esquema especial). - Cofide envía información de la emisión de garantías a la EP. 	
Solicitud de reprogramación	<ul style="list-style-type: none"> - La EP envía una solicitud al BCRP bajo las condiciones de la convocatoria vigente - Aprobada la solicitud de reprogramación (Etap de negociación) denominada en el periodo "t", la liquidación de la operación de reporte asignada a la reprogramación se hará en 5 días hábiles posteriores ("t+5"). - El BCRP informa a Cofide sobre las operaciones negociadas. 	No hay negociación de una nueva operación de reporte.
Reprogramación	<ul style="list-style-type: none"> - Cofide ingresa a la Base BCRP, vía el sistema de interconexión bancaria-File Transfer Protocol (SIB-FTP), la emisión de certificados reprogramados correspondientes a la nueva operación de reporte. 	
	<ul style="list-style-type: none"> - El día de la liquidación de la nueva operación repo, la EP (esquema regular) o Cofide (esquema especial) envían los reportes semanales de las operaciones repo originales identificando cada crédito que se reprogramará. Además, dichos créditos son colocados con saldo pendiente de pago igual a cero. 	<ul style="list-style-type: none"> - La EP (esquema regular) o Cofide (esquema especial) envían los reportes semanales de las operaciones repo originales identificando cada crédito que se reprogramará. Además, dichos créditos son colocados con saldo pendiente de pago igual a cero.
	Simplificación para firma de contratos durante Emergencia Nacional (Circular 014-2020-BCRP).	
	<ul style="list-style-type: none"> - El BCRP comunica a la EP que debe ingresar el anexo de liquidación, es decir, el archivo con información del colateral de la nueva operación repo asociada a los créditos a reprogramar vía el SIB-FTP. - En el SIB-FTP se verifica que los datos del "anexo de liquidación" sean consistentes de la siguiente manera: <ol style="list-style-type: none"> que los créditos identificados en la operación de reporte original estén previamente cancelados, es decir, que se haya realizado el proceso de valorización; que los datos registrados por la EP sean iguales a la emisión de certificados individuales o de participación reprogramados de Cofide en cada operación repo; y que los créditos registrados cumplan con las condiciones establecidas en la Negociación, entre ellos, el margen establecido por el BCRP en relación con la tasa de interés del crédito. - Si todo es conforme, el BCRP procede a enviar el contrato específico de la nueva operación repo a la EP. Posterior a ello se realiza el desembolso de la nueva operación de reporte. 	No hay liquidación de una nueva operación de reporte.

Notas: EP significa Entidades financieras participantes.

* Artículo 2 del DU 026-2021: "Los créditos reprogramados por las empresas del sistema financiero (ESF) cuentan con la garantía del Gobierno nacional de acuerdo con los porcentajes de cobertura establecidos en el marco del decreto legislativo N° 1455, por el pago insoluto del capital, aun cuando no se utilicen en operaciones con el Banco Central de Reserva del Perú". Fuente: BCRP, Pomasunco y Miranda (2022).

Gracias a la adaptación meticulosa de sus sistemas internos, el BCRP logró ejecutar exitosamente los repos con Garantía y las operaciones de reprogramaciones. Un factor clave en los procesos de implementación y ejecución fue la comunicación fluida con las entidades financieras. Esto permitió no solo capacitarlas respecto a la operativa del nuevo instrumento, sino también monitorear su participación y minimizar errores. Asimismo, la comunicación fue crucial para explorar el potencial interés en las subastas, supervisar el avance en la obtención de las garantías y seguir perfeccionando los sistemas internos de soporte.

El BCRP experimentó una transformación notable en la dinámica cotidiana de sus actividades debido a la implementación del programa. Esto se debió al aumento en el número de operaciones realizadas diariamente, lo que trajo consigo una mayor carga operativa en los procesos de negociación y liquidación. Por ejemplo, durante el año previo al lanzamiento del programa, el número promedio diario de operaciones ejecutadas (subastas y directas) fue de cuatro, alcanzando un máximo de 10 operaciones en un día. En contraste, durante la vigencia del programa, el número promedio diario de operaciones ejecutadas ascendió a nueve, alcanzando un máximo de 27 operaciones en un día. Pese a los retos derivados del incremento en la carga operativa, el BCRP logró ejecutar de manera eficaz el Programa Reactiva Perú, gracias a la interacción eficiente entre departamentos, la comunicación fluida con las entidades involucradas en el programa y la continua optimización de sus procesos operativos.

3.5 Reprogramaciones del Programa Reactiva Perú

Durante la vigencia del Programa Reactiva Perú, se realizaron dos reprogramaciones de los créditos⁷⁶. En la primera, en marzo de 2021, el BCRP participó junto con el MEF para abordar el impacto prolongado de la pandemia, proporcionando un marco para renegociar las condiciones de los créditos y manteniendo la estabilidad financiera en un contexto de alta incertidumbre. Sin embargo, en la segunda reprogramación, en mayo de 2022, el BCRP no participó debido al contexto macroeconómico de ese momento (las condiciones económicas habían mejorado y el riesgo crediticio se había estabilizado) y a la postura de su política monetaria (un escenario de alta inflación con incrementos en la tasa de interés de referencia). Además, el BCRP consideró que las reprogramaciones podrían estar perdiendo su carácter excepcional, y podrían fomentar comportamientos de riesgo moral en el mercado de crédito.

- **Primera reprogramación**

En el mes de marzo de 2021, el MEF, en coordinación con el BCRP, estableció⁷⁷ medidas extraordinarias que permitían la reprogramación de los créditos del Programa

⁷⁶ Ver también Pomasunco y Miranda (2022).

⁷⁷ El 6 de marzo de 2021 se publicó el Decreto de Urgencia N° 026-2021 que establecía medidas tanto en materia económica y financiera, que permitan la reprogramación de los créditos garantizados con el programa Reactiva Perú.

Reactiva Perú considerando que la pandemia había tenido un impacto más prolongado a lo inicialmente previsto. Asimismo, se encargó a COFIDE la administración de las reprogramaciones. En particular, la reanudación de las actividades económicas fue más gradual de lo que se había anticipado —y con el surgimiento de la segunda ola de contagios—, a inicios de 2021, se aplicaron nuevas medidas de aislamiento social que frenaron la recuperación económica prevista.

Mediante esta reprogramación, las empresas accedían a un nuevo periodo de gracia de hasta 12 meses, en el cual, los beneficiarios solo pagaban los intereses y las comisiones correspondientes. De no recurrirse a operaciones con el BCRP, la tasa de los créditos reprogramados no debía exceder a la tasa de interés original del crédito más un margen no mayor a 0,25 puntos porcentuales, con el fin de cubrir el costo de la reprogramación de los créditos, y el mayor costo de fondeo de la entidad financiera.

Para focalizar el programa en las empresas que tuvieron una reapertura tardía de sus actividades, se establecieron criterios de acceso a la reprogramación. En particular, se dispuso que las empresas que se acogieran a la reprogramación serían aquellas que hubieran registrado una caída en el nivel de ventas mayor o igual al 10 por ciento o 20 por ciento en el cuarto trimestre de 2020, con relación a similar periodo del año anterior⁷⁸. Las empresas con créditos de hasta S/ 90 mil podían reprogramar sus créditos sin requisitos.

Inicialmente, se estableció que la reprogramación abarcaría hasta la suma de S/16 mil millones, y que la fecha límite para la recepción de solicitudes de reprogramación sería el 15 de julio de 2021. Posteriormente, se incrementó el monto de las reprogramaciones hasta los S/ 19,5 mil millones⁷⁹, y luego, el plazo de recepción de solicitudes se amplió hasta el 31 de diciembre de 2021⁸⁰.

Cabe mencionar que la reprogramación de los créditos del Programa Reactiva Perú no implicaba, necesariamente, que el BCRP reprogramara las operaciones Repo con Garantía originales. Esta decisión se determinó por la conveniencia, a consideración del BCRP, de mantener la posición de estímulo monetario. En todos los casos, una condición necesaria para la participación en la reprogramación fue que las entidades financieras cancelaran, previamente, el capital y los intereses de las operaciones repo con el BCRP en la parte correspondiente a los créditos originales que se iban a reprogramar.

Una vez realizada las cancelaciones de los Repos con Garantía originales, las entidades financieras podrían efectuar la reprogramación del crédito, ya sea bajo una

78 Las empresas con créditos entre S/ 90 mil y S/ 750 mil solo podían acceder a la reprogramación si demostraban tener una caída mayor o igual al 10 por ciento en sus ventas en el cuarto trimestre del año 2020, con relación a similar periodo del año anterior. En el caso de créditos entre S/ 750 mil y S/ 5 millones, la disminución en las ventas tenía que ser mayor o igual al 20 por ciento. Posteriormente, mediante el DU N° 039-2021, a partir de abril de 2021 se estableció que, para el caso de los créditos, entre S/ 5 millones y S/ 10 millones, se debía demostrar una reducción en el nivel de ventas mayor o igual al 20 por ciento en el dicho periodo.

79 Mediante el Decreto de Urgencia N° 039-2021.

80 Mediante de los decretos de urgencia 057-2021 y 091-2021.

nueva operación de reporte con el BCRP o una reprogramación con fondos propios. Si estas entraban a una nueva operación de reporte con el BCRP, la tasa de interés de los créditos reprogramados no debía exceder a la tasa de interés original del crédito, más un margen, establecido por el BCRP, para cubrir el costo de la reprogramación de los créditos y el mayor costo de fondeo de la entidad financiera⁸¹.

El BCRP abrió la ventana para reportes de carteras de créditos reprogramados el 5 de mayo de 2021. La primera operación de reporte, bajo la modalidad de reprogramación, fue el 23 de junio de 2021 y la última se realizó el 9 de junio de 2022.

Estas operaciones solo se realizaron a través de la modalidad de colocación directa a un plazo similar al del crédito reprogramado. La tasa de interés que el BCRP cobraría por los fondos era de 0,5 por ciento. Además, el BCRP estableció un calendario ordenado para las colocaciones: los lunes, miércoles, jueves y viernes se recibirían solicitudes de repos de créditos reprogramados con garantías del 98, 95, 80 y 90 por ciento, respectivamente. Asimismo, la fecha de liquidación sería cinco días hábiles luego de la fecha de negociación y el desembolso se debía realizar previa conformidad del BCRP.

El 28 de febrero de 2022 se anunció el cierre de la convocatoria de las Operaciones de Reporte de créditos con Garantía del Gobierno Nacional, bajo la modalidad de reprogramación para marzo de 2022. Al 9 de junio de dicho año, se realizaron un total 485 operaciones de reporte con garantía del Gobierno bajo la modalidad de reprogramación, adjudicándose un total de S/ 17 191 millones. De este monto, el BCRP liquidó S/ 15 349 millones (89,3 por ciento del monto adjudicado). Las mayores reprogramaciones se dieron para porcentajes de garantía de 90 y 95 por ciento (Cuadro 3-6).

Cuadro 3-6: Resumen de resultados: primera reprogramación de Reactiva Perú

(Montos en millones de soles)

Garantía	80	90	95	98	Total
Número de operaciones	28	82	154	221	485
Monto adjudicado	1 514	6 695	5 288	3 693	17 191
Monto liquidado	1 463	6 517	4 843	2 526	15 349
Liquidado (porcentaje de adj.)	96,6	97,3	91,6	68,4	89,3

• Segunda reprogramación

En mayo de 2022, el MEF estableció una segunda reprogramación del Programa Reactiva Perú⁸², bajo el cual, las entidades del sistema financiero podían establecer un nuevo periodo de gracia adicional al original, financiado, en este caso, con sus propios recursos. El nuevo periodo de gracia fue de hasta 24 meses, y para empresas del sector turismo se podía extender a 12 meses adicionales.

81 Dicho margen varió de acuerdo con el porcentaje de cobertura que se le asignó al crédito inicialmente. Así, este margen podría alcanzar como máximo el 0,25, 0,50, 0,75 y 1,00 puntos porcentuales, para los créditos con coberturas hasta el 98, 95, 90 y 80 por ciento, respectivamente.

82 Decreto de Urgencia N° 011-2022 del 13 de mayo de 2022.

El BCRP decidió no participar en la segunda reprogramación de créditos, debido a factores relacionados con el contexto macroeconómico y la postura de su política monetaria. En ese momento, el país enfrentaba un escenario de alta inflación, impulsado por presiones externas e internas, lo que llevó al BCRP a incrementos en la tasa de interés de referencia. Participar en operaciones de reporte, para esta reprogramación, habría sido inconsistente con su objetivo de controlar la inflación. Además, la economía ya mostraba signos de recuperación, reduciendo la necesidad de medidas extraordinarias de estímulo.

Asimismo, estas reprogramaciones no se realizaron con operaciones de reporte del BCRP, considerando de que podían estar perdiendo su carácter excepcional. Con ello, se podía generar el incentivo a que empresas que no necesitasen efectivamente las reprogramaciones, accedieran a ellas en condiciones favorables, alterándose la disciplina en el mercado de crédito (problema de riesgo moral). Una condición necesaria, para la participación en la nueva reprogramación, fue que las entidades financieras participantes cancelaran previamente el capital y los intereses de las operaciones repo con el BCRP, en la parte correspondiente, a los créditos originales que se iban a reprogramar. El monto total de repos canceladas, en el marco de esta segunda reprogramación, fue de S/1 052 millones (Cuadro 3-7).

Cuadro 3-7: Cancelación de repos por segunda reprogramación

(Montos en millones de soles)

Año	Mes	Cancelación de repos
2022	Setiembre	54,6
	Octubre	79,9
	Noviembre	450,9
	Diciembre	210,4
2023	Enero	60,2
	Febrero	42,2
	Marzo	59,1
	Abril	0,0
	Mayo	7,0
	Junio	30,8
	Julio	11,1
	Agosto	7,2
	Setiembre	14,6
	Octubre	0,6
	Noviembre	18,5
	Diciembre	5,1
Total		1 052,2

Para acceder a esta nueva reprogramación, se estableció inicialmente que las empresas con créditos entre S/ 90 mil y S/ 10 millones debían demostrar un descenso en el nivel de ventas, mayor o igual a 30 por ciento en 2021 respecto a 2019. Las empresas con créditos hasta S/ 90 mil podían reprogramar sus créditos sin requisitos. Posteriormente, en junio de 2023 se liberó de condicionalidad los créditos entre S/ 90 mil soles y S/ 750 mil y se estableció que, en el caso de créditos otorgados por un monto igual o mayor a S/ 750 mil y hasta S/ 10 millones, se debía demostrar un retroceso en el nivel de ventas mayor o igual a 30 por ciento en el cuarto trimestre de 2022, con relación al cuarto trimestre de 2019; requisito no exigible a créditos otorgados a las empresas del sector turismo.⁸³

Se estableció que la reprogramación abarcaría hasta la suma de S/ 10 mil millones e, inicialmente, que el plazo máximo de acogimiento sería el 31 de diciembre de 2022. Esta última fecha fue modificada en dos oportunidades⁸⁴, primero al 30 de junio de 2023, y posteriormente al 30 de setiembre de 2023.

83 Mediante la modificación del Reglamento Operativo por la Resolución Ministerial N° 196-2023-EF15.

84 DU N° 026-2022 y DU N° 023-2023.

Recuadro 10 EVOLUCIÓN DEL HONRAMIENTO DE LOS CRÉDITOS REACTIVA

Autor: Marcelino Cueto

Según lo dispuesto en la reglamentación de los créditos Reactiva Perú, las entidades del sistema financiero (ESF) que otorgaron estos créditos pueden solicitar el honramiento de las garantías bajo ciertas circunstancias señaladas en la norma⁸⁵. La aprobación de las solicitudes y liquidación de los honramientos es responsable de COFIDE.

El presente recuadro da cuenta del estado actual de los honramientos de la garantía de los créditos Reactiva a enero de 2025. A esta fecha, el total de los honramientos asciende a S/ 5 635 millones⁸⁶ (ver Cuadro R10-1), lo que representa el 9,7 por ciento del monto total de créditos reactiva otorgados. Este porcentaje captura al costo fiscal del programa respecto al total del crédito otorgado mediante la garantía del gobierno y los fondos de las propias entidades financieras por la parte no garantizada⁸⁷. Por otro lado, se estima que a esa fecha se han repagado S/ 50 494 millones de los créditos otorgados en el Programa, lo que representa el 87 por ciento de los créditos Reactiva, y la diferencia se encuentra en situación de vigente o vencidos⁸⁸.

Cuadro R10-1: Honramiento de créditos Reactiva por fase del programa y fase de reprogramación

(Millones de soles)

Fase de reprogramación	Reactiva					Honramientos (% Reactiva)	Honramientos + Vencidos (% Reactiva)
	Honramientos 2/	Vigente	Vencidos 3/	Pagados 4/	Total		
Sin Reprogramar 1/	2 653	2	162	36 216	39 032	6,8	7,2
Fase 1	2 968	1 050	325	13 430	17 774	16,7	18,5
Fase 2	14	208	133	848	1 203	1,2	12,2
Total	5 635	1 260	620	50 494	58 010	9,7	10,8

1/ Los créditos sin reprogramar son los créditos Reactiva que no fueron reprogramados en la fase 1 y 2.

2/ No incluye honramientos de garantía de la cartera Reactiva de Caja Rural Raíz posterior a su intervención. Información a enero de 2025.

3/ Créditos con algún atraso que aún no han sido honrados o que corresponden a la parte no garantizada.

4/ Los créditos reactiva pagado estimado del RCC. Información a enero de 2025.

Fuente: COFIDE, RCC y GOMEF.

85 El honramiento de las garantías del crédito Reactiva es por el porcentaje garantizado y se establece con el DL N° 1455 de creación del programa y la Ley N° 31050 para las reprogramaciones. Una vez concluido el periodo de gracia, las garantías del Programa podían ser ejecutadas cuando la empresa deudora incumpliera los pagos por noventa (90) días consecutivos.

86 Los honramientos corresponden a los montos solicitados por las entidades a COFIDE y es reportado al BCRP.

87 El costo fiscal neto del programa equivale al gasto por honramientos menos la recuperación de la cartera por parte de las entidades financieras. A diciembre de 2024, el monto de la recuperación asciende a S/ 379 millones

88 Créditos vencidos como créditos con algún atraso mayor a 15 días para corporativo, gran y mediana empresa, y mayor a 30 días para créditos a pequeña y microempresa, que aún no han sido honrados o que corresponden a la parte no garantizada.

Por fase de reprogramación⁸⁹ (Cuadro R10-2), los créditos Reactiva honrados provienen principalmente de aquellos que fueron reprogramados en la primera fase y de los que no fueron reprogramados, con montos de S/ 3,0 mil y S/ 2,7 mil millones, respectivamente. El porcentaje de créditos honrados es más alto para la Fase 1 de reprogramación (16,7 por ciento) y menor en la Fase 2 (1,2 por ciento). Cabe mencionar que estos porcentajes podrían cambiar, de acuerdo con la evolución de los honramientos que tenga el resto de la cartera por pagar hasta el vencimiento del último crédito.

Cuadro R10-2: Honramiento de créditos Reactiva por fase del programa y fase de reprogramación

(Número de empresas)

Fase de reprogramación	Reactiva					Honramientos (% Reactiva)	Honramientos + Vencidos (% Reactiva)
	Honramientos 2/	Vigente	Vencidos 3/	Pagados 4/	Total		
Sin Reprogramar 1/	67 333	45	55 897	233 585	356 860	18,9	34,5
Fase 1	40 052	10 786	23 823	64 859	139 520	28,7	45,8
Fase 2	135	1 561	1 085	2 476	5 257	2,6	23,2
Total	107 520	12 392	80 805	300 920	501 637	21,4	37,5

1/ Las empresas con créditos sin reprogramar son los créditos Reactiva que no fueron reprogramados en la fase 1 y 2.

2/ No incluye honramientos de garantía de la cartera Reactiva de Caja Rural Raíz posterior a su intervención. Información a enero de 2025.

3/ Créditos con algún atraso que aún no han sido honrados o que corresponden a la parte no garantizada.

4/ Los créditos reactiva pagados pagado estimado del RCC. Información a enero de 2025.

Fuente: COFIDE, RCC y GOMEF.

Por número de empresas, al mes de enero de 2025, las empresas que reprogramaron en la Fase 1 del programa tuvieron la mayor tasa de incumplimiento de 28,7 por ciento, mientras las empresas que no reprogramaron y las que lo hicieron en la Fase 2, tuvieron una tasa de incumplimiento de 18,9 y 2,6 por ciento, respectivamente.

Cuadro R10-3: Morosidad de créditos Reactiva por segmentos

Segmento 1/	Honramientos		Crédito Reactiva		Honramientos		Morosidad créditos no Reactiva
	Millones S/	N° empresas	Millones S/	N° empresas	Honramientos/ Total Reactiva	Honramientos y créditos vencidos/ Total Reactiva	Créditos castigados y vencidos/ Total Crédito 2/
Corporativo	0	0	444	54	0,0	0,0	0,1
Grande	57	20	8 826	1 205	0,6	0,8	1,0
Mediana	1 856	3 106	24 041	17 479	7,7	8,8	21,3
Pequeña	2 036	18 451	15 710	80 405	13,0	14,2	37,8
Microempresa	1 686	85 943	8 989	402 494	18,8	20,4	20,9
	5 635	107 520	58 010	501 637	9,7	10,8	21,8

1/ Segmento correspondiente a la clasificación mínima dada para las empresas en el RCC entre 2020 y 2023 de acuerdo a la SBS.

2/ Para empresas que no recibieron algún crédito reactiva y que recibieron colocaciones del sistema financiero entre mayo y diciembre de 2020: ratio de dichas colocaciones castigadas entre mayo 2020 y enero 2025 o en clasificación de vencidas, respecto a dichas colocaciones.

Fuente: COFIDE, RCC y GOMEF.

89 La primera fase de reprogramación se reglamentó con el D.U. N° 026-2021 en marzo de 2021. La segunda fase de reprogramación se hizo en mayo de 2022 con el D.U. N° 011-2022.

Por segmento de crédito (Cuadro R10-3), los honramientos corresponden principalmente a la pequeña empresa, mediana empresa y microempresa, que ascendieron a S/ 2,0, S/ 1,9 y S/ 1,7 mil millones, respectivamente (13,0, 7,7 y 18,8 por ciento del total del crédito Reactiva en su respectivo segmento). Cabe mencionar que estas ratios de honramiento son inferiores a los ratios de cartera castigada y vencida para los créditos que se desembolsaron en el sistema financiero fuera del programa Reactiva en el mismo periodo. En particular, se estima que, de esos otros créditos, a enero de 2025 el 21,8 por ciento fueron castigados o están en morosidad (37,8 por ciento para los créditos de pequeña, 20,9 por ciento para microempresa y 21,3 por ciento para mediana empresa).

Por número de empresas, la mayor cantidad de aquellas que no cumplieron con el repago de créditos se concentró en microempresa y pequeña empresa, con 85,9 mil empresas y 18,4 mil empresas, respectivamente (21,4 y 22,9 por ciento de su respectivo segmento).

Cuadro R10-4: Honramientos y créditos Reactiva por sector económico

	Honramientos		Total Reactiva		Honra- mientos/ Reactiva (%)	Honramien- tos y créditos vencidos/Re- activa (%)	Crecimiento PBI 2/ (%)	
	Millones S/	Partici- pación (%)	Millones S/	Partici- pación (%)			2020-2019	2024-2019
Agrícola	128	2,3	1 898	3,3	6,7	7,4	1,0	13,3
Pesca	24	0,4	476	0,8	5,0	5,5	4,2	-0,1
Minería	59	1,0	819	1,4	7,2	8,0	-13,4	3,8
Manufactura	566	10,0	8 476	14,6	6,7	7,4	-12,5	1,8
Energía	8	0,1	186	0,3	4,1	4,6	-6,1	12,3
Construcción	460	8,2	2 868	4,9	16,0	18,0	-13,3	14,7
Comercio	1 665	29,5	22 050	38,0	7,6	8,2	-16,0	7,7
Servicios	1 330	23,6	16 781	28,9	7,9	9,0	-16,7	6,9
Turismo	109	1,9	1 721	3,0	6,4	7,0	-50,7	-7,3
Transporte	450	8,0	6 011	10,4	7,5	8,3	-11,5	7,9
Inmobiliaria	91	1,6	1 544	2,7	5,9	7,0	-8,5	14,4
Act. Empresarial	629	11,2	5 900	10,2	10,7	12,2	-19,3	-3,3
Enseñanza	26	0,5	696	1,2	3,7	4,4	-13,2	14,3
Serv. Sociales	24	0,4	910	1,6	2,7	3,1	0,6	30,0
Resto 1/	1 395	24,8	4 455	7,7	31,3	34,7	-3,3	7,1
Total	5 635	100,0	58 010	100,0	9,7	10,8	-10,9	6,9

1/ Incluye crédito empresas a personas naturales. Para el PBI incluye datos del Sector Público.

2/ Valor bruto agregado, para 2024 se estima subsectores de servicios con pesos de 2023.

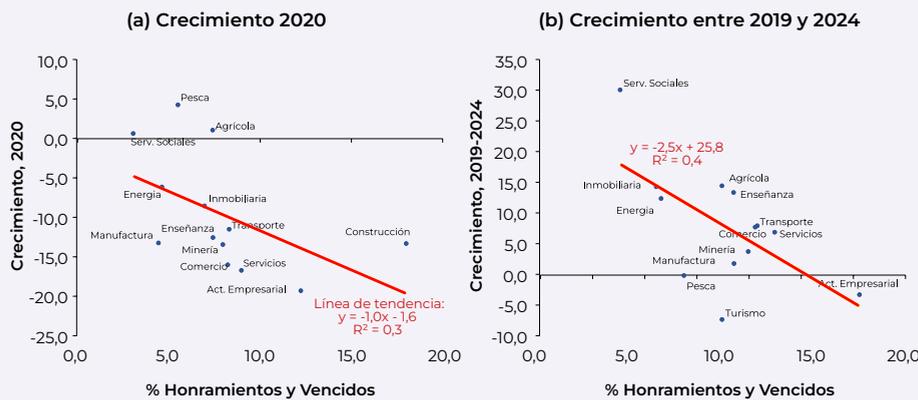
Fuente: COFIDE, RCC, Planilla Electrónica, Relación de agentes Económicos - BSI, INEI.

Por sector económico (Cuadro R10-4), se observa, que los mayores honramientos se dieron principalmente en el sector comercio y servicios, representando el 29,5 y 23,6 por ciento, respectivamente. El sector con mayores tasas honramientos con respecto al crédito Reactiva de su sector es construcción (16,0 por ciento) seguido de servicios (7,9 por ciento) y comercio (7,6 por ciento). Estos sectores fueron unos de los más golpeados luego del inicio de la pandemia del COVID-19 y las medidas de restricción a

la movilidad. La actividad económica de los sectores servicios, comercio y construcción se contrajo un 16,7, 16,0 y 13,3 por ciento en 2020, respectivamente. Por otro lado, el sector energía y pesca presentaron las menores tasas de honramientos, 4,1 y 5,0 por ciento, respectivamente. A su vez que el sector pesca fue el que más creció en 2020 (4,2 por ciento). Los sectores de mayor productividad promedio como minería, manufactura o energía no presentan honramientos elevados, a pesar de haberse contraído considerablemente (13,4, 12,5 y 6,1 por ciento, respectivamente) lo que indicaría mayor resiliencia y mejor recuperación posterior (el sector energía creció 12,3 por ciento entre 2019 y 2024).

Se puede observar en el Gráfico R10-1 una relación negativa entre el crecimiento de la actividad del sector económico en 2020 y el ratio de honramientos y vencidos de los créditos Reactiva. Así también, para el crecimiento entre 2019 y 2024 y el mismo ratio. La primera relación sugiere que en promedio los sectores más afectados durante la pandemia fueron los que solicitaron más honramientos de las garantías. La segunda relación nos indica a su vez que los sectores que tuvieron mayores dificultades en su recuperación solicitaron en promedio mayores honramientos.

Gráfico R10-1: Diagramas de dispersión de crecimiento y ratio de honramientos y vencidos, por sector económico

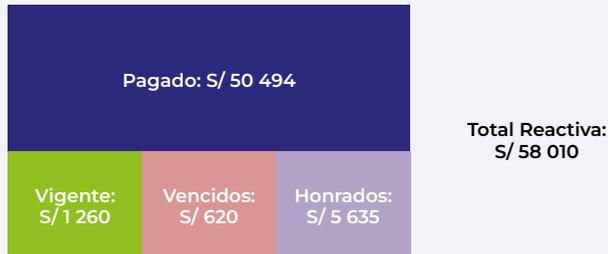


Nota: En (a) se excluye Turismo. En (b) se excluye Construcción.

Finalmente, el saldo de créditos Reactiva que no ha sido honrado ni pagado a enero de 2025 asciende a S/1,9 mil millones de soles. En un escenario extremo en el que el total crédito Reactiva vigente o vencido a la fecha es honrado, el máximo valor que podría alcanzar el porcentaje de créditos honrados del programa Reactiva Perú ascendería a 13 por ciento. Cabe precisar que al inicio del programa se estimó una tasa de incumplimiento máxima esperada del 25 por ciento⁹⁰.

90 Marco Macroeconómico Multianual 2021-2024, MEF.

Gráfico R10-2: Estado actual del crédito Reactiva



Nota: Los créditos Reactiva pagados se consideran por la reducción del saldo Reactiva total debido a la honra de las garantías, o que aún se hallan en estado vigente o vencidos (con algún atraso que aún no han sido honrados o que corresponden a la parte no garantizada.). Información a enero de 2025 para el saldo honrado, vigente y vencidos. Fuente: COFIDE y RCC.

En conclusión, al mes de enero de 2025 las garantías del crédito Reactiva Perú que han sido honradas equivalen al 9,7 por ciento de los créditos del programa (a partir del Gráfico R10-2). Estas se concentraron en los segmentos de la pequeña, mediana y microempresa. De la misma forma los honramientos vienen siendo más importantes en los sectores más afectados por la pandemia como comercio y servicios, con una menor ocurrencia en los sectores de energía y pesca; y mayores a su vez en los sectores que menos crecieron luego de este episodio. Se evidencia que la afectación causada por la pandemia y la posterior recuperación ha sido heterogénea entre las empresas de diferentes sectores, y ha afectado de manera diferenciada su capacidad de cumplir con sus obligaciones y por ende la proporción de solicitud de honramientos.

Pese al nivel actual de honramientos de las garantías del programa Reactiva que representa el costo del programa, un escenario alternativo sin el programa hubiera conllevado a una probable quiebra generalizada de empresas y pérdida masiva de empleos debido al rompimiento de la cadena de pagos, resultando en un costo mucho mayor para la sociedad. La pandemia y las medidas de restricciones sanitarias a la movilidad restringieron los ingresos de la mayoría de las empresas mermando la capacidad de cumplir con sus obligaciones y poniendo en riesgo la estabilidad del sistema financiero y la economía peruana.

IMPACTO MACROECONÓMICO Y SECTORIAL

En este capítulo se presentan los principales resultados del Programa Reactiva Perú desde el punto de vista macroeconómico y sectorial. En primer lugar, se analiza su impacto en el crédito al sector privado y las tasas de interés asociadas. Los hallazgos indican que Reactiva Perú impulsó una expansión significativa del crédito en un contexto de alta incertidumbre, beneficiando especialmente a las micro, pequeñas y medianas empresas (MIPYMES). Estas empresas no solo recibieron una proporción considerable de los montos otorgados, sino que también representaron la mayor parte de las empresas que accedieron al programa, destacando el papel predominante de las microempresas. Además, el programa fortaleció la inclusión financiera crediticia al permitir que miles de microempresas accedieran por primera vez al sistema financiero formal.

Asimismo, en segundo lugar, se examina el efecto de Reactiva Perú en la estabilidad financiera. Los resultados muestran que el programa contribuyó a preservar la solidez del sistema financiero, como se evidencia en los niveles de liquidez y capital de las entidades financieras, los cuales superaron ampliamente los mínimos regulatorios. En tercer lugar, se analiza el impacto del programa en la actividad económica, destacando su rol fundamental en la recuperación económica tras la crisis provocada por la pandemia.

Es importante señalar que, en el análisis del impacto del programa sobre indicadores macroeconómicos como el crédito, la actividad económica y la solvencia de las entidades financieras, no se incluye explícitamente el efecto macroeconómico de haber evitado el rompimiento de la cadena de pagos. Este aspecto crítico debería ser evaluado a través de una comparación entre el escenario observado (donde el programa fue implementado) y un escenario contrafactual (sin el programa). Sin embargo, el análisis realizado se limita a enfoques de equilibrio parcial, que no capturan plenamente las dinámicas económicas que el programa ayudó a mitigar. La interrupción de la cadena de pagos habría generado un *credit crunch* —es decir, una contracción

abrupta y generalizada del crédito— con graves consecuencias, como el deterioro de la liquidez empresarial, un incremento de quiebras masivas, y un debilitamiento tanto de las empresas como de las entidades financieras, culminando en una recesión profunda y prolongada.

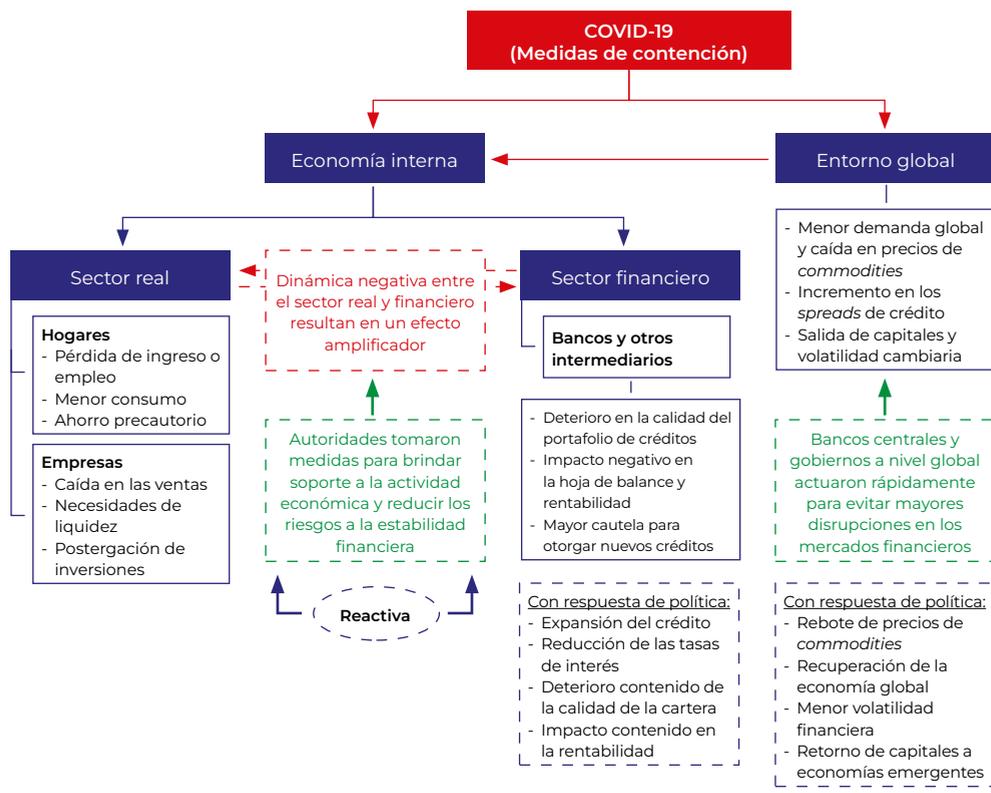
En este sentido, en ausencia del Programa Reactiva Perú, es probable que se hubiera desencadenado una recesión económica severa, con impactos profundos y duraderos en el empleo, los ingresos y la estabilidad financiera del país⁹¹. Este escenario hipotético subraya que los análisis de impacto existentes tienden a subestimar el alcance real del programa, al no considerar los efectos negativos evitados. Reactiva Perú desempeñó un rol preventivo crucial al mitigar un colapso —potencialmente catastrófico— en la economía peruana, contribuyendo, de manera decisiva, a preservar la estabilidad económica y financiera en un contexto de crisis.

Las medidas de distanciamiento social implementadas por el Gobierno —para frenar los contagios y proteger la salud pública— tuvieron un impacto negativo considerable en la actividad económica del país, paralizando la mayoría de las actividades productivas. Esta interrupción redujo la capacidad de las empresas y familias para generar ingresos, incrementando el riesgo de incumplimiento de deudas, y amenazando la cadena de pagos y la estabilidad financiera. Ante esta situación, el Programa Reactiva Perú permitió sostener el flujo de pagos y créditos a la economía, contribuyendo a mantener las operaciones de las empresas, así como a reducir la probabilidad de morosidad, y a acelerar la recuperación económica, mientras que se protegía la estabilidad financiera.

Además de sus beneficios directos, Reactiva Perú generó efectos indirectos positivos que abarcaron a toda la economía, incluyendo a las empresas que no accedieron al programa y a las familias. Al evitar el cierre masivo de empresas, preservó la cadena de pagos y la demanda agregada, disminuyendo la vulnerabilidad de los hogares, y evitando una espiral de efectos negativos, que habría agravado la recesión. En conjunto, Reactiva Perú fortaleció las bases para una recuperación sostenible, destacando la importancia de intervenciones oportunas y efectivas para proteger la estabilidad económica, financiera y social del país. El Gráfico 4-1 resume la dinámica entre el sector real y financiero en el contexto de la crisis sanitaria, y las medidas de contención implementadas por las autoridades.

91 El impacto positivo de los programas no convencionales de política monetaria y de los créditos garantizados por gobiernos sobre el crédito y otras variables macroeconómicas ha sido analizado por Céspedes et al. (2022) y Pozo y Rojas (2022), quienes ofrecen marcos teóricos más generales.

Gráfico 4-1: Crisis del COVID-19: Dinámica económica y acciones de política



4.1 Impacto en el crédito

El Programa Reactiva Perú evitó el estancamiento del crédito en el país y promovió su dinamismo. Como se muestra en el Cuadro 4-1, los créditos otorgados en el marco del Programa Reactiva Perú alcanzaron un total de S/ 58 010 millones. Este programa facilitó el acceso al financiamiento a numerosas empresas, especialmente a las micro y pequeñas, que recibieron S/ 24 928 millones, representando el 43 por ciento del total. Por su parte, las medianas empresas obtuvieron S/ 23 812 millones (41 por ciento del total), mientras que el sector corporativo y de las grandes empresas accedieron a S/ 9 270 millones en créditos (16 por ciento). Es importante resaltar que el 84,0 por ciento del monto total de los créditos otorgados por el Programa Reactiva Perú fueron destinados a empresas de menor tamaño, demostrando su compromiso significativo a apoyar a las micro, pequeñas y medianas empresas. Por otro lado, el sector corporativo⁹² y de grandes empresas obtuvieron sólo el 16 por ciento del monto total de los créditos otorgados por el programa, lo que representó S/ 9 270 millones.

92 Según la clasificación de la SBS, los créditos corporativos son aquellos otorgados a personas jurídicas con ventas anuales mayores a S/ 200 millones en los dos últimos años, de acuerdo con los estados financieros anuales auditados más recientes.

Cuadro 4-1: Créditos Reactiva Perú por tamaño de empresa

Segmento	Monto de crédito	
	Millones de soles	Participación (%)
Corporativo y gran empresa	9 270	16,0
Mediana empresa	23 812	41,0
Pequeña y microempresa	24 928	43,0
Total	58 010	100,0

1/ Los segmentos corresponden a la clasificación mínima dada para cada empresa en el RCC, entre el 2020 y 2023, de acuerdo con la clasificación SBS vigente en el periodo (Resolución SBS N° 11356-2008) y se definen:

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.

Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.

Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

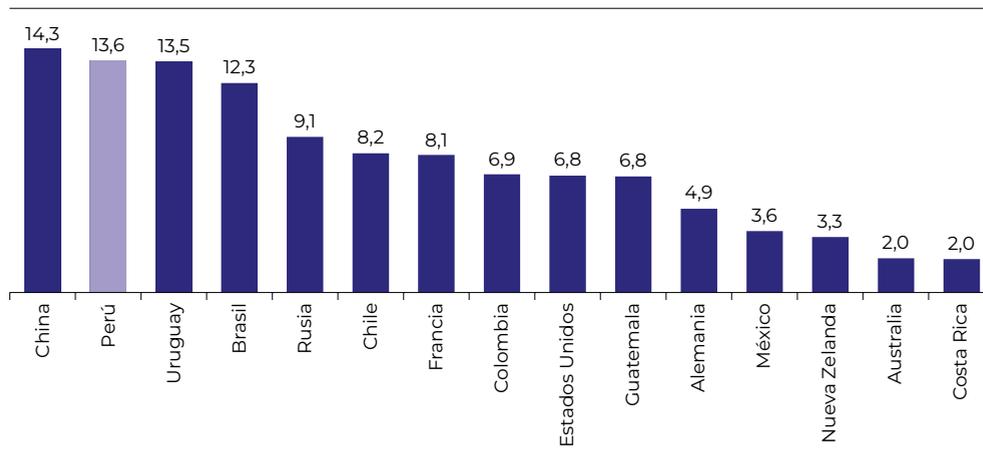
Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.

Fuente: RCC, COFIDE.

En agosto de 2020, cuando los indicadores de actividad económica aún registraban tasas de crecimiento negativas, Reactiva Perú otorgó créditos con mayor intensidad, impulsando un notable dinamismo en la evolución del crédito al sector privado (ver Gráfico 4-2). Este comportamiento, de naturaleza contracíclica, destacó como uno de los más dinámicos a nivel internacional. A agosto de 2020, la tasa de expansión crediticia anual alcanzó el 13,6 por ciento, situándose entre las más altas del mundo. En comparación con países desarrollados, este nivel superó ampliamente los de Estados Unidos (6,8 por ciento), Alemania (4,9 por ciento), Nueva Zelanda (3,3 por ciento) y Australia (2,0 por ciento). Asimismo, fue mayor que la de Rusia (9,1 por ciento) y que las de otros países de la región, como Uruguay (13,5 por ciento), Chile (8,2 por ciento), Colombia (6,9 por ciento) y México (3,6 por ciento).

Gráfico 4-2: Crédito del sector privado: agosto de 2020

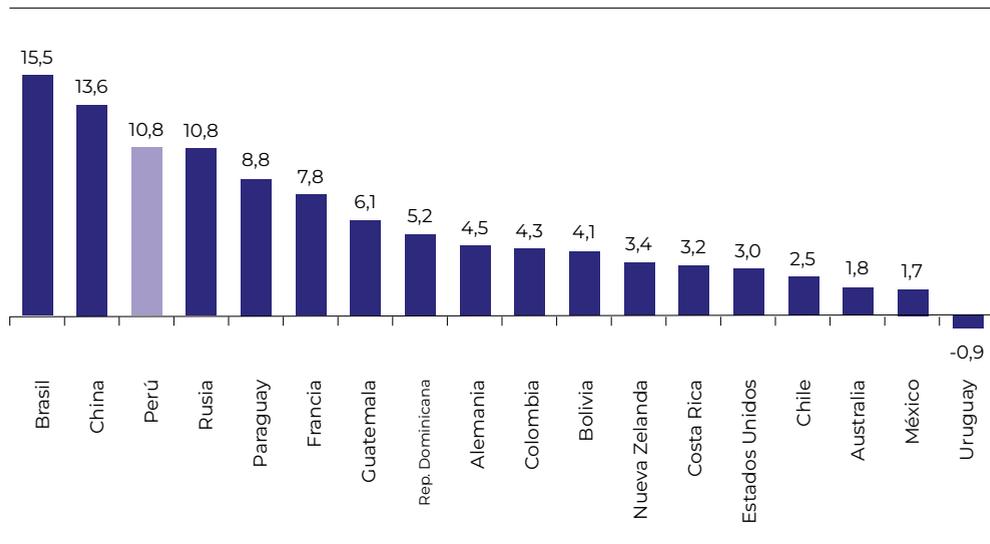
(Variación porcentual anual)



Fuente: Bancos centrales.

Gráfico 4-3: Crédito del sector privado: diciembre de 2020

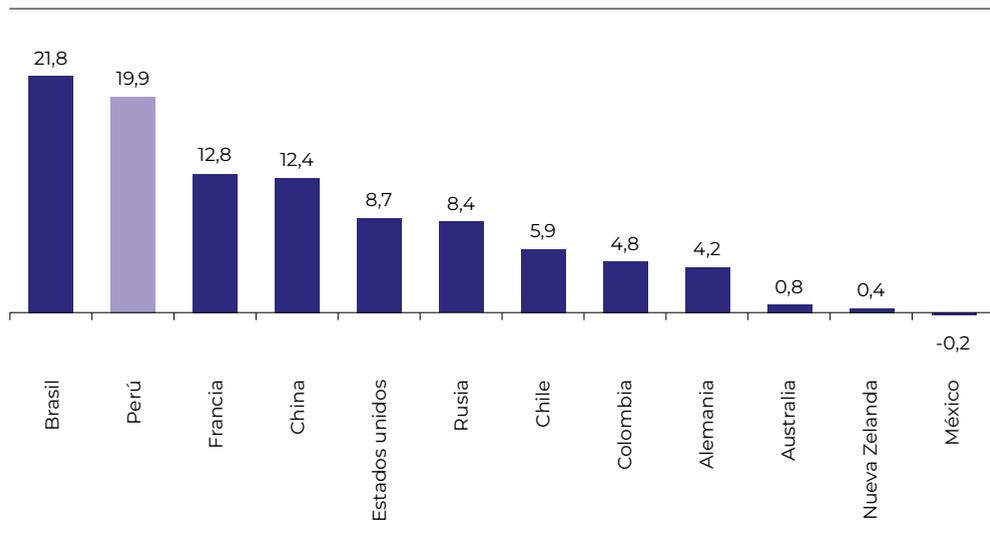
(Variación porcentual anual)



Fuente: Bancos centrales.

Gráfico 4-4: Crédito a empresas privadas: diciembre de 2020

(Variación porcentual anual)



Fuente: Bancos centrales.

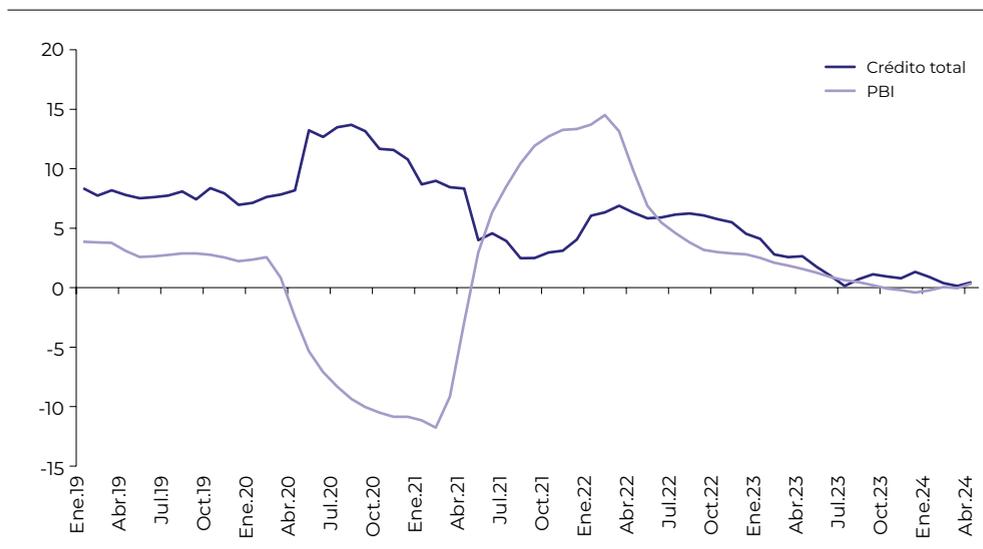
Este alto dinamismo del crédito al sector privado se mantuvo durante el 2020 (ver Gráfico 4-3), con lo que su tasa de crecimiento alcanzó uno de los mayores niveles a nivel mundial. Esto evidencia que, a pesar del impacto inicial de la pandemia, las

políticas de apoyo crediticio, implementadas en muchos países, lograron evitar una contracción significativa del crédito. En países como Brasil y Perú, incluso se observó una aceleración del crecimiento crediticio durante este periodo. En particular, el crédito a empresas mostró un notable dinamismo interanual, impulsado por los programas de expansión de liquidez, implementados por diversos bancos centrales (ver Gráfico 4-4).

Durante el año 2020, el Programa Reactiva Perú impulsó el crédito, mientras que el confinamiento y reducción de ingresos, producto de la pandemia, generaron una disminución del PBI (ver Gráfico 4-5). Esto resultó en un comportamiento contracíclico del crédito en el periodo de la pandemia, como se aprecia en el siguiente gráfico.

Gráfico 4-5: Crédito total y PBI

(Variación porcentual interanual)

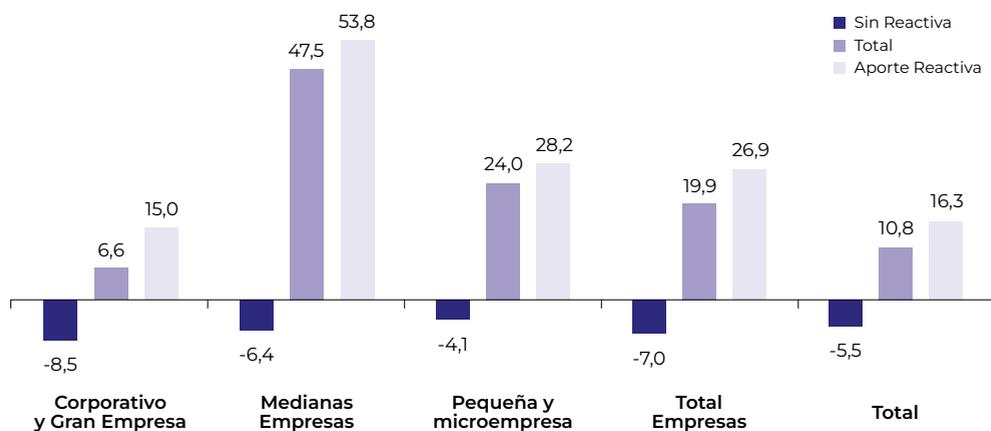


Fuente: BCRP.

El Programa Reactiva Perú permitió la expansión de los préstamos en todos los segmentos empresariales (ver Gráfico 4-6). A diciembre de 2020, el crédito a empresas creció un 19,9 por ciento en los últimos doce meses, en contraste con la contracción del 7,0 por ciento que se hubiera observado sin el programa. Según la definición de la SBS, el crédito al segmento de pequeñas y microempresas subió un 24,0 por ciento (en lugar de decrecer un 4,1 por ciento sin el programa), el crédito a las medianas empresas aumentó un 47,5 por ciento (frente a una caída del 6,4 por ciento sin el programa), y el crédito a grandes empresas y corporativos se incrementó en un 6,6 por ciento (comparado con una reducción de 8,5 por ciento, sin el efecto de Reactiva Perú).

Gráfico 4-6: Crecimiento de los créditos en diciembre 2020

(Variación porcentual interanual)



Nota: De acuerdo con la clasificación SBS vigente en el periodo (Resolución SBS N° 11356-2008) se definen:

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.

Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.

Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.

Fuente: Balance de Comprobación.

Sin el impacto del Programa Reactiva Perú, los créditos a las empresas habrían disminuido en todo el 2020. Como muestra el Gráfico 4-7, la mayor expansión mensual se observó en mayo, con un crecimiento del 14,8 por ciento en los créditos a medianas empresas, y del 7,5 por ciento en el crédito a pequeñas y microempresas. De no haberse otorgado los créditos, a través del Programa Reactiva Perú, todos los segmentos empresariales habrían registrado caídas mensuales.

Asimismo, se observa que el apoyo de Reactiva Perú destinado a empresas medianas, grandes y corporativas se concentró, principalmente, en el primer mes de implementación del programa, mientras que el apoyo a pequeñas y microempresas se distribuyó durante el resto del año.

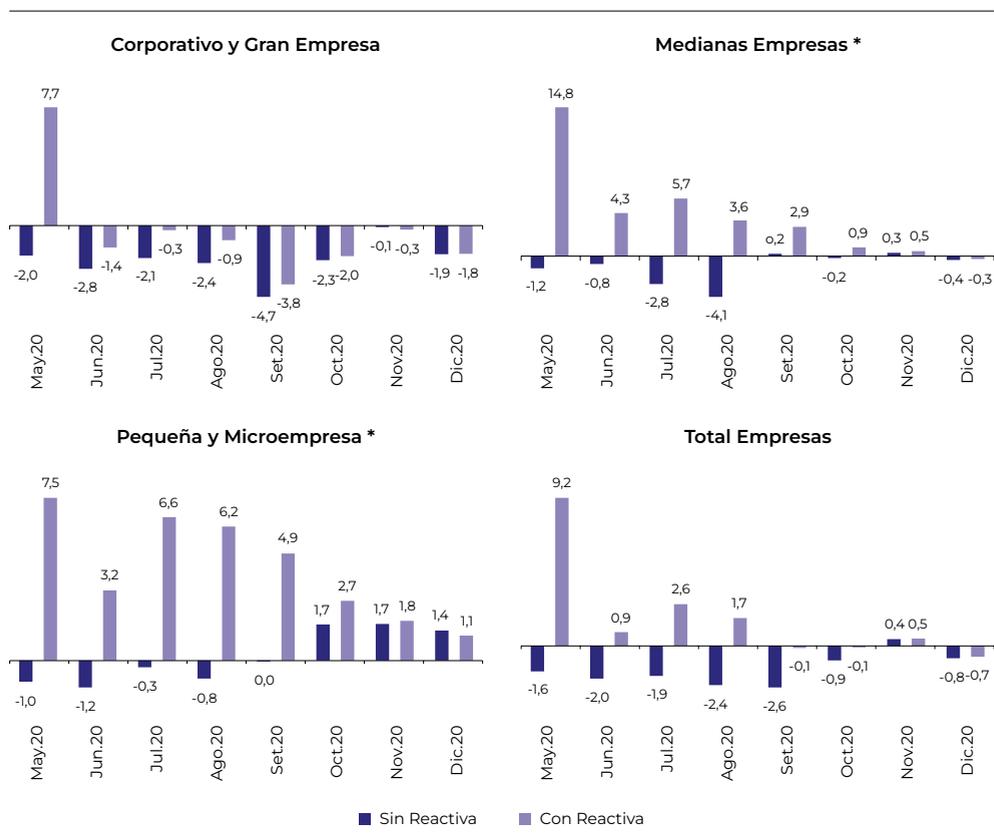
Es fundamental resaltar que, sin la implementación del Programa Reactiva Perú, probablemente se habría desencadenado un *credit crunch*, fenómeno caracterizado por una drástica contracción en la oferta de crédito, por parte de las entidades financieras. Este tipo de crisis, observada en episodios como la recesión global de 2008, ocurre cuando las instituciones financieras aumentan su aversión al riesgo y restringen significativamente los préstamos —debido a la incertidumbre sobre la capacidad de pago de los deudores—, ya sean empresas o familias. Durante un *credit crunch*, las entidades endurecen las condiciones para otorgar créditos, exigiendo mayores garantías, incrementando las tasas de interés o imponiendo requisitos más estrictos. En

el contexto de la pandemia, esto habría dificultado aún más el acceso al financiamiento para numerosas empresas, incrementando el riesgo de quiebras masivas y prolongando considerablemente la recuperación económica.

En este sentido, el análisis del impacto de Reactiva Perú en el crédito empresarial subestima el verdadero alcance del programa al no considerar plenamente su papel preventivo en evitar el rompimiento de la cadena de pagos, un factor crítico que habría precipitado un *credit crunch*, con severas repercusiones sobre la estabilidad económica. Sin las facilidades y el respaldo otorgados por el programa, las empresas habrían enfrentado una contracción crediticia mucho más pronunciada, agravando la crisis económica, y ampliando sus efectos adversos en el empleo, los ingresos y la estabilidad del sistema financiero.

Gráfico 4-7: Crédito a las empresas

(Variación porcentual mensual)



* Las tasas de crecimiento de noviembre y diciembre de 2020, se calculan con los saldos estimados de los créditos a medianas y pequeñas y microempresas para noviembre y diciembre de 2020 sin el efecto de la reclasificación ocurrida en noviembre de 2020. Para estimar dichos saldos, se mantienen para ambos meses (noviembre y diciembre) las clasificaciones que tenían las empresas en octubre de 2020.
Fuente: RCC y Balance de Comprobación.

Según el Reporte Crediticio Consolidado (RCC), entre mayo y diciembre de 2020, el monto de los préstamos —mediante el Programa Reactiva Perú— representó en promedio el 47 por ciento del saldo de deuda total de las empresas, al momento de recibir el crédito (ver Cuadro 4-2). Esto implica que, en promedio, las empresas duplicaron aproximadamente su saldo de crédito al participar en el programa. La dependencia de los préstamos del programa fue aún mayor en el saldo de deuda de las pequeñas y microempresas, donde el financiamiento de Reactiva representó el 61 por ciento de su deuda. En varios casos, incluso, se colocaron préstamos a empresas que previamente no tenían acceso al sistema financiero, evidenciando la necesidad de los fondos de Reactiva durante este periodo.

Cuadro 4-2: Reactiva Perú y deuda en el sistema financiero

Segmento	Monto de crédito			Ratio: Monto de crédito reactiva sobre el saldo de deuda total	
	N° de empresas	Monto reactiva	Monto deuda total en soles	Promedio	Mediana
Corporativo y gran empresa	1 259	9 270	28 636	0,32	0,74
Mediana empresa	17 479	24 041	55 530	0,43	0,46
Pequeña y microempresa	482 899	24 699	40 708	0,61	0,65
Total	501 637	58 010	124 874	0,47	0,65

Notas:

(1) Los segmentos corresponden a la clasificación mínima dada para cada empresa en el RCC, entre el 2020 y 2023, de acuerdo con la clasificación SBS vigente en el periodo (Resolución SBS N° 11356-2008) y se definen:

Corporativo: Ventas anuales superiores a S/ 200 millones.

Grandes empresas: Ventas anuales entre S/ 20 millones y S/ 200 millones; o mantener emisiones en el mercado de capitales el último año.

Medianas empresas: Endeudamiento total superior a S/ 300 mil o ventas anuales no mayores a S/ 20 millones.

Pequeñas empresas: Endeudamiento total entre S/ 20 mil y S/ 300 mil.

Microempresas: Endeudamiento total no mayor a S/ 20 mil.

(2) El monto total de deuda soles corresponde al mes del último desembolso de crédito Reactiva por empresa.

Fuente: RCC, COFIDE.

Entre mayo de 2020 y enero de 2021, el ratio del valor de los créditos Reactiva sobre las ventas mensuales promedio se situó en torno a 1,8, haciendo la salvedad de que un número significativo de empresas, especialmente microempresas, no reportaron información sobre sus ventas (ver Cuadro 4-3). Asimismo, en los distintos rangos de monto de los créditos de Reactiva, los segmentos con los préstamos más pequeños, principalmente asociados a pequeñas y microempresas, registraron los mayores ratios de créditos sobre ventas. Esto sugiere que los recursos de Reactiva Perú fueron especialmente relevantes para estas empresas, dada la magnitud de sus ventas. Por otro lado, en el caso de los préstamos mayores, este ratio se aproxima al valor de uno.

Cuadro 4-3: Créditos Reactiva Perú por montos

Monto de crédito	De mayo a enero 2021		
	Número de empresas	Monto de crédito/ monto de ventas	
		Promedio	Mediana
Entre 0 y 10 mil	19 119	1,2	1,0
Entre 10 y 30 mil	38 397	1,8	1,5
Entre 30 y 300 mil	77 377	1,9	2,0
Entre 300 y 1 millón	17 127	1,8	2,0
Entre 1 y 5 millones	6 153	1,7	1,1
Entre 5 y 9 millones	453	1,5	1,2
Entre 9 y 10 millones	43	1,1	1,2
Igual a 10 millones	596	1,2	0,7
Ventas no disponibles	342 372		
TOTAL	501 637	1,8	1,4

Nota: Créditos garantizados en el marco del programa Reactiva Perú, desembolsados entre el 4 de mayo y 5 de enero.
Fuente: COFIDE.

- **Empresas participantes del programa**

El número de empresas que accedieron al programa fue considerable. Desde su lanzamiento, un total de 501 637 empresas accedieron a los créditos del programa, abarcando una amplia gama de sectores económicos. Este apoyo permitió una recuperación más equilibrada y sostenible, especialmente de las micro y pequeñas empresas, que sumaron 482 899 empresas y constituyeron más del 96 por ciento del total de empresas que accedieron al programa.

Cuadro 4-4: Créditos Reactiva Perú por tamaño de empresa

	Empresas Beneficiadas	
	Número	Participación (%)
Corporativo y gran empresa	1 259	0,3
Mediana empresa	17 479	3,5
Pequeña y microempresa	482 899	96,3
<i>Del cual:</i>		
Préstamo con RUC	91 460	18,2
Préstamo con DNI	391 439	78,0
Total	501 637	100,0

Fuente: RCC, COFIDE.

Estas micro y pequeñas empresas, de sectores fuertemente impactados como el turismo, la gastronomía y el comercio minorista, recibieron un apoyo importante que les permitió sostenerse en los periodos de menor actividad, y prepararse para la recuperación económica. De las 501 637 empresas que participaron en el programa, las microempresas representaron el 96 por ciento del total. De este grupo, 391 439 empresas solicitaron préstamos utilizando el DNI, lo que representa el 78 por ciento del total de empresas (ver Cuadro 4-4). Esto refleja que la flexibilización de los requisitos del programa facilitó el acceso a un mayor número de empresas de menor tamaño y del sector informal.

- **Impacto en sectores económicos**

El Programa Reactiva Perú tuvo un impacto diferenciado entre los distintos sectores económicos, reflejando las diversas estructuras y necesidades específicas, de cada rubro, en el contexto de la crisis. La pandemia causó disrupciones sin precedentes en la actividad económica global, afectando al Perú de manera significativa. Particularmente, los sectores que dependen de la interacción presencial, como el comercio, los servicios y el turismo, enfrentaron fuertes caídas en la demanda. En contraste, actividades como la agricultura y la manufactura tuvieron que asegurar la continuidad operativa para garantizar el suministro de productos básicos.

El sector comercio, que abarca tanto el comercio mayorista como el minorista, fue uno de los más beneficiados con el Programa Reactiva, recibiendo un total de S/ 22 050 millones. El acceso al crédito permitió a muchas empresas reabastecer sus inventarios, y adaptar sus modelos de negocio al nuevo contexto, generado por la pandemia y el periodo que le siguió. Por su parte, el sector servicios recibió S/ 16 781 millones, con subsectores como transporte, actividad empresarial y turismo recibiendo apoyo esencial para cubrir gastos operativos y preservar empleos. Es importante destacar que las empresas de este sector fueron severamente afectadas por la crisis sanitaria.

La actividad manufacturera también resultó beneficiada, recibiendo un desembolso de S/ 8 476 millones, destinados principalmente a mantener las líneas de producción operativas, y garantizar el suministro continuo de materias primas. Por otro lado, el sector construcción recibió S/ 2 868 millones, lo que permitió la continuidad de proyectos clave de infraestructura. Asimismo, el rubro agrícola obtuvo créditos por S/ 1 898 millones, asegurando la producción sostenida y el abastecimiento de alimentos esenciales, un factor crucial para preservar la seguridad alimentaria, frente a las disrupciones logísticas ocasionadas por la pandemia (ver Cuadro 4-5).

Cuadro 4-5: Flujo de créditos Reactiva Perú por sector económico

	Monto de crédito		Empresas beneficiadas	
	Millones de S/	Participación (%)	Número	Participación (%)
Agrícola	1 898	3,3	4 268	0,9
Pesca	476	0,8	890	0,2
Minería	819	1,4	1 378	0,3
Manufactura	8 476	14,6	32 203	6,4
Energía	186	0,3	183	0,0
Construcción	2 868	4,9	8 936	1,8
Comercio	22 050	38,0	116 726	23,3
Servicios	16 781	28,9	99 546	19,8
- Turismo	1 721	3,0	18 698	3,7
- Transporte	6 011	10,4	24 937	5,0
- Inmobiliaria	1 544	2,7	12 780	2,5
- Actividad empresarial	5 900	10,2	36 170	7,2
- Enseñanza	696	1,2	2 644	0,5
- Servicios sociales	910	1,6	4 317	0,9
Resto	4 455	7,7	237 507	47,3
Total	58 010	100,0	501 637	100,0

Fuente: RCC, COFIDE y Planilla Electrónica.

Finalmente, a diciembre 2020, los sectores más afectados por las medidas de confinamiento social, debido al COVID-19, registraron las mayores tasas de expansión anual del crédito. Los rubros, con mayor crecimiento interanual del crédito, fueron comercio (33,6 por ciento), construcción (47,0 por ciento), servicios (29,9 por ciento) y pesca (39,0 por ciento). Sin los créditos otorgados, a través de Reactiva Perú, tales actividades habrían experimentado pérdida en el acceso al crédito (ver Cuadro 4-6).

Cuadro 4-6: Créditos empresariales por sector económico

Sector	Dic.19	Dic.20		Tasa de crecimiento (%)	
				Dic.20 / Dic.19	
		Con Reactiva	Sin Reactiva	Con Reactiva	Sin Reactiva
Agrícola	9 072	10 799	9 107	19,0	0,4
Pesca	972	1 351	931	39,0	-4,2
Minería	8 637	9 910	9 204	14,7	6,6
Manufactura	38 594	40 872	33 221	5,9	-13,9
Energía	6 715	7 489	7 331	11,5	9,2
Construcción	5 266	7 741	4 973	47,0	-5,6
Comercio	37 098	49 575	30 392	33,6	-18,1
Servicios	42 290	54 940	40 081	29,9	-5,2
- Turismo	3 437	4 790	3 395	39,4	-1,2
- Transporte	14 825	18 834	13 528	27,0	-8,8
- Inmobiliaria	10 283	11 850	10 574	15,2	2,8
- Actividad empresarial	9 679	14 041	8 627	45,1	-10,9
- Enseñanza	2 691	3 413	2 771	26,8	3,0
- Servicios sociales	1 375	2 011	1 185	46,3	-13,8
Otros	59 260	66 785	58 096	12,7	-2,0
Total	207 904	249 461	193 336	20,0	-7,0

Nota: Créditos de las sociedades creadoras de depósitos. El sector "Otros" incluye crédito a hogares con fines empresariales, no sectorizados y servicios comunitarios.
Fuente: BSI y balance de comprobación.

• **Impacto en las regiones del Perú**

El Programa Reactiva Perú tuvo un impacto significativo en las regiones del país, aunque los efectos variaron, según las diferencias en las estructuras económicas, y la densidad empresarial de cada área. Lima y Callao, como las zonas con mayor concentración de actividad económica y empresarial, recibieron la mayor parte de los créditos, con S/ 36 945 millones y S/ 1 960 millones, respectivamente (Gráfico 4-8). Esta asignación se explica tanto por la presencia de la mayoría de las grandes empresas y operaciones comerciales del país, como por el hecho de que Lima y Callao fueron las regiones más afectadas por la pandemia, en términos de salud pública. Ambas registraron el mayor número de fallecidos por COVID-19, una situación atribuida a su alta densidad poblacional, urbanización y desigualdades en el acceso a servicios básicos.

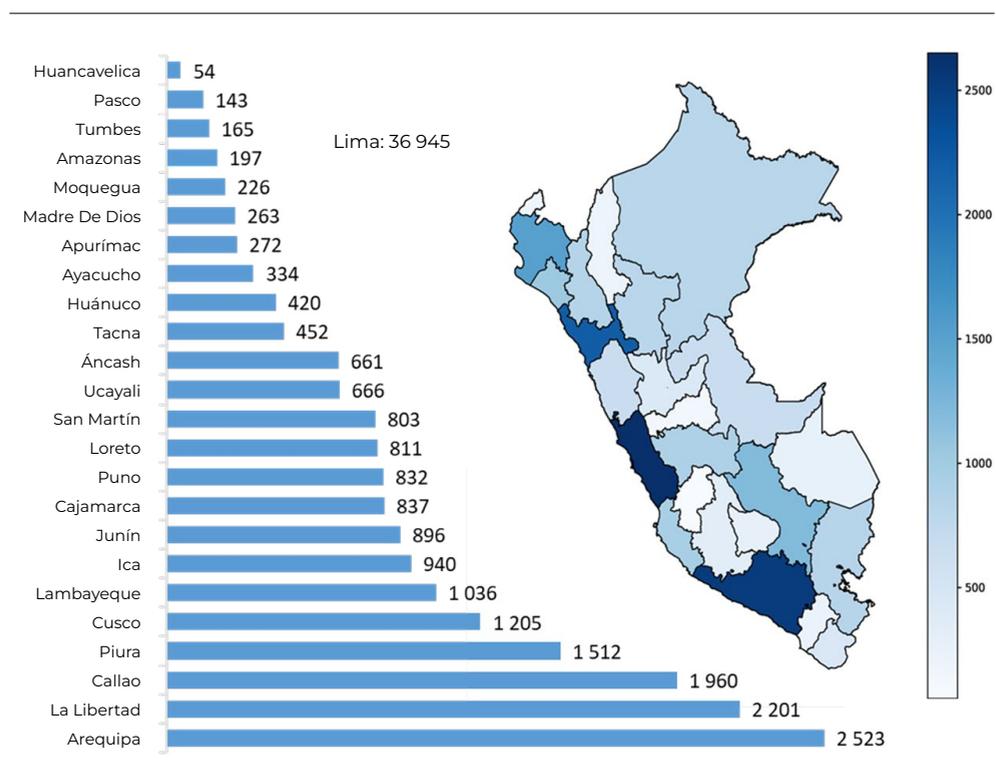
En regiones de la costa norte, con una economía diversificada que incluye agricultura, pesca y manufactura, como Tumbes, Piura, Lambayeque y La Libertad, se otorgaron S/ 4 913 millones en créditos. Este financiamiento permitió a las empresas mantener sus operaciones y mitigar el impacto de la pandemia. En el sur, en regiones

como Arequipa, Cusco, Moquegua y Tacna, el sector comercio y servicios recibió apoyo decisivo, permitiendo la continuidad de actividades y protección de empleos. Además, el sector turístico en Cusco se benefició de los créditos para sostenerse durante la caída del número de turistas extranjeros.

Finalmente, en las regiones de la selva como Loreto y Ucayali, que presentan una menor densidad empresarial —y una economía basada en el aprovechamiento de los recursos naturales y el comercio—, el programa permitió a las empresas continuar sus actividades extractivas y de producción agrícola. Sin los créditos otorgados, estos sectores habrían experimentado una contracción en sus volúmenes de crédito.

Gráfico 4-8: Crédito Reactiva Perú por región

(Millones de soles)



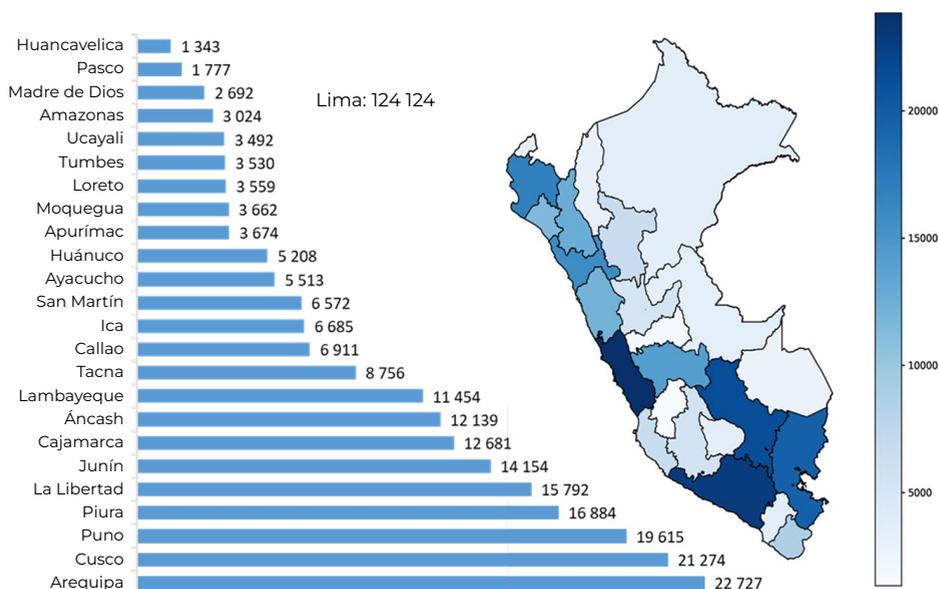
Fuente: RCC, COFIDE.

El Programa Reactiva Perú tuvo un impacto significativo en términos de número de empresas beneficiadas, abarcando todas las regiones del país. En Lima y Callao, 124 mil y 6 911 empresas, respectivamente, accedieron a los créditos Reactiva Perú (ver Gráfico 4-9), reflejando la mayor actividad empresarial en estas regiones.

En las regiones del norte, como Cajamarca, La Libertad, Lambayeque, Áncash, Piura, Tumbes, San Martín y Amazonas, se otorgaron créditos a 82 076 empresas. En

el sur, en regiones como Arequipa, Cusco, Moquegua, Puno, Tacna y Apurímac, se favorecieron 79 708 empresas. Además, en Loreto, Madre de Dios y Ucayali, el número de prestatarios ascendió a 9 743. Finalmente, en la región centro, que incluye Ayacucho, Huancavelica, Huánuco, Ica, Junín y Pasco, se benefició a 34 680 empresas.

Gráfico 4-9: Número de beneficiados por región



Fuente: RCC, COFIDE.

4.2 Impacto en tasas de interés

El Programa Reactiva Perú ayudó a potenciar la trasmisión de la reducción de la tasa de referencia del BCRP al resto de tasas del sistema financiero, de modo que las tasas de interés de los créditos del Programa Reactiva alcanzaron niveles muy por debajo de sus promedios históricos, sobre todo de los créditos de menor tamaño. En particular, se observa que las microempresas y pequeñas empresas recibieron, en promedio, tasas de interés menores en 32 y 17 puntos porcentuales con respecto a sus promedios históricos, respectivamente (ver Gráfico 4-10). La reducción de las tasas de interés fue posible gracias a las garantías otorgadas por el Gobierno peruano y al esquema de subastas de fondos implementado por el BCRP a través del Programa Reactiva. Todo ello generó que las empresas del sistema financiero puedan ofrecer tasas de interés mucho menores, ya que gran parte del riesgo de crédito fue absorbido por el Programa Reactiva Perú mediante la garantía gubernamental.

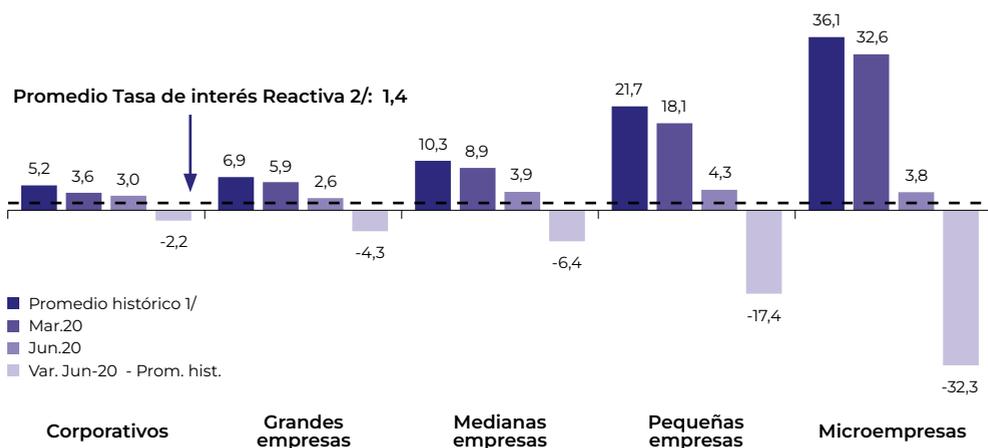
Cabe señalar que las empresas de menor tamaño fueron las que más accedieron al Programa Reactiva Perú. La garantía del 98 por ciento, para los créditos de las MYPE,

les permitió obtener préstamos, en un ambiente de alta aversión al riesgo por parte de las entidades financieras. Por tamaño de empresa, se observa que, a pesar de su menor dimensión, las MYPE accedieron al 43 por ciento del monto de los créditos del Programa Reactiva Perú. Además, un total de 482 899 micro y pequeñas empresas fueron acogidas en el programa, representando el 96,3 por ciento del total de empresas que fueron aprobadas para el programa.

Para junio de 2020, un mes después de los primeros desembolsos de créditos del Programa Reactiva Perú, las tasas de interés para las empresas más pequeñas cayeron significativamente, situándose muy por debajo de sus promedios históricos. Por ejemplo, las microempresas, que antes de la pandemia pagaban tasas de interés promedio del 36,1 por ciento, obtuvieron créditos a una tasa promedio de solo 3,8 por ciento, gracias al programa. De manera similar, las tasas de interés de las pequeñas empresas descendieron del 21,7 a 4,3 por ciento en promedio (ver Gráfico 4-10). Esto evidencia que Reactiva Perú no solo apoyó a las MYPE con montos significativos, sino que también contribuyó a una notable disminución de sus costos de financiamiento, consistente con la posición de política monetaria requerida para evitar la recesión.

Gráfico 4-10: Tasas de interés en moneda nacional

(En porcentaje)



Nota: Promedio de tasas activas anuales de las operaciones en moneda nacional para las empresas bancarias.

1/Promedio histórico de las tasas activas en moneda nacional en el periodo 2011-2019.

2/Promedio de tasas de interés a clientes ponderada por saldos fijadas en las operaciones de reporte con garantía estatal.

Fuente: SBS, BCRP.

Cabe señalar que estos efectos en la reducción de la tasa de interés son documentados también en Sánchez y Castro (2020), Medina y otros (2021) así como Zacarías (2021). Estos estudios enfatizan que el costo de financiamiento descendió a niveles mínimos históricos, principalmente en el sector de pequeñas y microempresas.

4.3 Impacto en la tasa de interés de referencia sombra

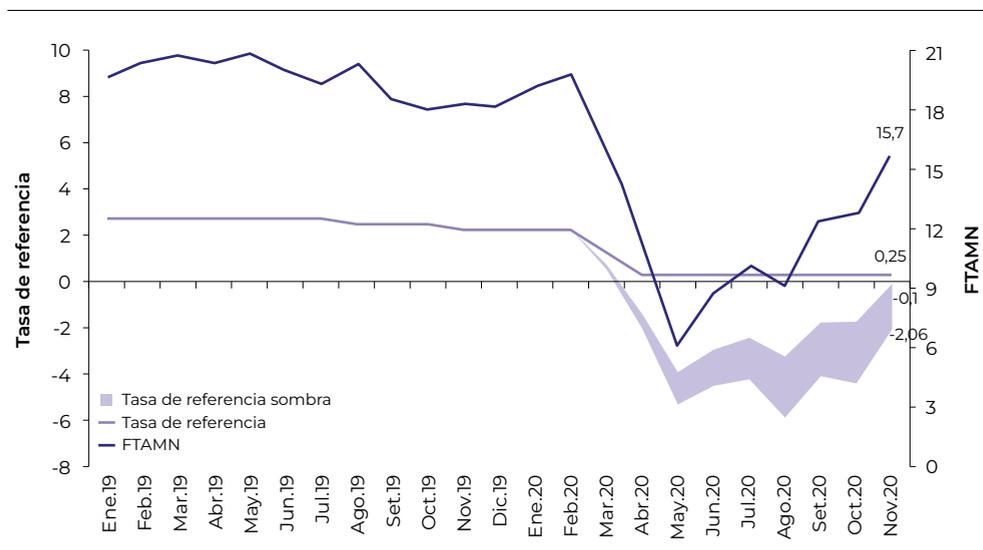
La tasa de interés de referencia sombra mide el impacto de las políticas monetarias no convencionales de un banco central —implementadas, principalmente, a través de su balance—, en escenarios donde la tasa de interés nominal de referencia se encuentra en su límite inferior efectivo (0,25 por ciento, en el caso peruano, durante la pandemia). Esta tasa sombra amplía la lógica de la tasa de referencia convencional, permitiendo que adopte valores negativos, de manera teórica, incluso si la tasa nominal no se puede fijar por debajo de dicho límite efectivo. Durante la pandemia del COVID-19, este concepto adquirió relevancia en el Perú, como herramienta para evaluar el estímulo monetario total generado por el BCRP.

En el contexto de la pandemia, el BCRP implementó un conjunto de medidas extraordinarias, entre ellas, el Programa Reactiva Perú, que proporcionó liquidez al sistema financiero, permitiendo a las empresas acceder a financiamiento, en condiciones altamente favorables. Estas acciones complementaron la política monetaria convencional del BCRP, que ya incluía una reducción histórica de la tasa de interés nominal de referencia al nivel de 0,25 por ciento.

La efectividad de estas medidas se reflejó en la notable reducción de la tasa de interés promedio en moneda nacional del flujo de nuevos créditos (FTAMN), que alcanzó un mínimo histórico de 6,0 por ciento en mayo de 2020, antes de estabilizarse en 15,7 por ciento en noviembre del mismo año. Este comportamiento no solo capturó el efecto de la tasa nominal de referencia, sino también el impacto del estímulo monetario adicional, generado por políticas no convencionales, incluido Reactiva Perú.

Gráfico 4-11: FTAMN, tasa de referencia y tasa de referencia sombra

(Puntos porcentuales)



Fuente: BCRP y SBS.

La relación entre el Programa Reactiva Perú y la tasa de referencia sombra radica en que esta última refleja el estímulo monetario total. Las estimaciones del BCRP, incluidas en el Reporte de Inflación de diciembre de 2020, señalan que la tasa sombra se ubicó en un rango de [-2,1 por ciento; -0,1 por ciento] en noviembre de 2020 (ver Gráfico 4-11), lo que indica que las medidas no convencionales lograron un impacto equivalente, al haber reducido la tasa nominal de referencia por debajo de cero.

En este contexto, destaca el papel del Programa Reactiva Perú, que permitió que la tasa de referencia sombra se situara en un rango de [-5,9 a -3,2 por ciento] en agosto de 2020 (Gráfico 4-11). Durante ese mes, la tasa de referencia sombra reflejó un fuerte estímulo monetario impulsado por las medidas no convencionales del BCRP, incluido el Programa Reactiva Perú. Este impulso coincidió con un notable dinamismo del crédito al sector privado, que alcanzó una tasa de crecimiento interanual del 13,6 por ciento, una de las más altas a nivel internacional.

Finalmente, el Programa Reactiva Perú no solo fue clave para reducir significativamente los costos de financiamiento y evitar la interrupción de la cadena de pagos, sino que también reforzó el estímulo monetario en toda la economía, como lo demuestra su impacto en la disminución de la tasa de referencia sombra.

4.4 Impacto en la estabilidad del sistema financiero

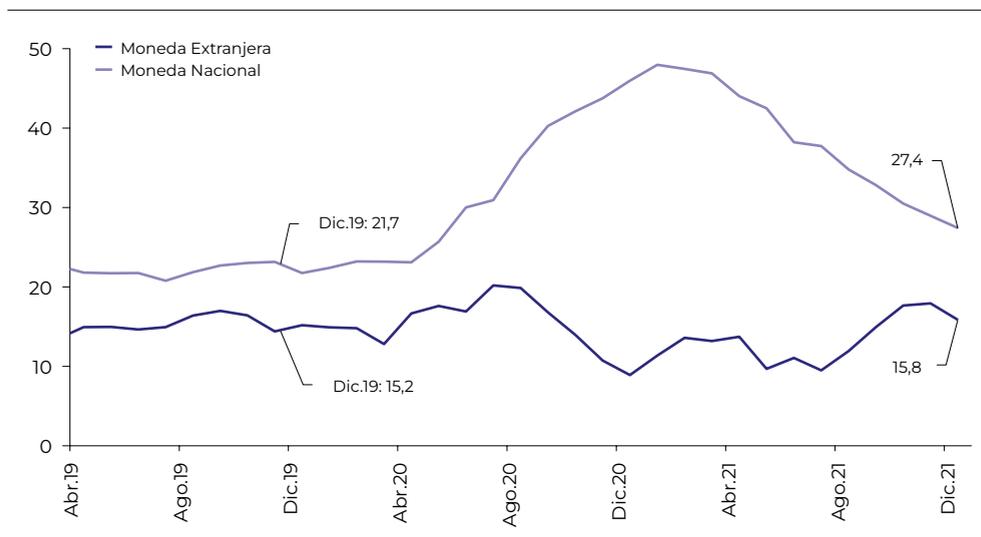
El Programa Reactiva Perú fue clave para canalizar financiamiento a los sectores más afectados por la crisis, ofreciendo recursos a costos históricamente bajos, en especial a las pequeñas y medianas empresas. Esta intervención evitó quiebras potenciales y un mayor deterioro de la actividad económica, preservando la estabilidad del sistema financiero con niveles de liquidez y capital, significativamente por encima de los mínimos regulatorios.

- **Liquidez**

En 2020, el sistema financiero tuvo una liquidez mucho más holgada, impulsada tanto por los fondos en soles del Programa Reactiva Perú como por el incremento en los depósitos de los hogares. Como resultado, las entidades financieras mantuvieron niveles de liquidez superiores a los de 2019 durante toda la pandemia, alcanzando un máximo a finales de 2020 y comenzando a converger hacia niveles prepandemia al término de 2021. En particular, el ratio de liquidez ajustado, que mide la proporción de activos líquidos netos de los requerimientos de encaje respecto a los pasivos de corto plazo, se situó en un 46,0 por ciento en diciembre de 2020, y en un 27,4 por ciento en diciembre de 2021, nivel similar al observado en diciembre de 2019 (ver Gráfico 4-12).

Gráfico 4-12: Ratio de liquidez ajustado del sistema financiero

(Porcentaje)



Nota: El ratio de liquidez ajustado cuantifica los activos altamente líquidos, menos los requerimientos de encaje, y los expresa como porcentaje de los pasivos de corto plazo.
Fuente: BCRP y Balances de Comprobación.

- **Solvencia**

Asimismo, desde el inicio de la pandemia, el sistema financiero demostró una notable solidez, y una alta capacidad para absorber posibles pérdidas que se podrían generar si se materializasen escenarios de riesgo. En particular, el ratio de capital global promedio del sistema se mantuvo en torno al 15 por ciento, durante todo el periodo pandémico —un nivel significativamente superior al mínimo legal del 8 por ciento (vigente desde abril de 2021)—, y también por encima de los niveles previos a la pandemia, que se situaban en 14,5 por ciento, en marzo de 2020 (ver Cuadro 4-7).

Este robusto nivel de solvencia, logrado por las entidades financieras, se obtuvo gracias a los amplios excedentes de capital que ya tenía el sistema financiero, previo a la pandemia, a la reducción del riesgo crediticio agregado —por parte del Programa Reactiva—, y a las medidas implementadas por las entidades financieras para reforzar su patrimonio. Así, la base patrimonial de las entidades financieras se fortaleció, gracias a mayores compromisos de capitalización de las utilidades, así como los aportes de capital efectuados por los accionistas.

Cuadro 4-7: Indicadores de solvencia

	Ratio de Capital Global (%) 1/			Ratio de Patrimonio Efectivo de Nivel 1 (%) 2/		
	Dic.19	Dic.20	Dic.21	Dic.19	Dic.20	Dic.21
Sistema Financiero	14,7	15,6	15,0	11,6	11,8	11,0
Banca	14,6	15,5	14,9	11,3	11,6	10,8
Bancos Grandes	14,5	15,3	14,9	11,3	11,2	10,5
Bancos Medianos	15,0	17,2	15,7	11,4	13,2	12,1
Bancos de Consumo	15,7	14,3	12,8	14,8	13,7	11,9
Financieras	16,7	17,1	17,5	14,8	15,1	15,0
Cajas Municipales	14,9	15,6	14,7	12,4	12,9	12,0
Cajas Rurales	16,1	15,3	13,4	15,2	14,4	12,6

Notas:

1/ A partir de abril 2021 se estableció un cronograma de adecuación al ratio de capital global: de abril 2021 a setiembre 2022 de 8 por ciento, de octubre 2022 a marzo 2023 de 8,5 por ciento, de abril 2023 a agosto 2024 de 9 por ciento, de setiembre 2024 a febrero 2025 de 9,5 por ciento, y desde marzo de 2025 regresará a 10 por ciento.

2/ El patrimonio efectivo de Nivel 1 incluye el capital social, las reservas legales y las utilidades del ejercicio con acuerdo de capitalización.

Fuente: SBS.

- **Riesgo de crédito y provisiones**

Al analizar el riesgo de crédito, se observa que los niveles de morosidad de las empresas experimentaron un ligero aumento, entre diciembre de 2019 y diciembre de 2020, seguido de un incremento adicional de aproximadamente 1 punto porcentual, entre diciembre de 2020 y diciembre de 2021. Específicamente, el ratio de alto riesgo⁹³ de los créditos empresariales alcanzó un 5,3 por ciento en diciembre de 2020, y un 6,4 por ciento en diciembre de 2021, comparado con el 5,1 por ciento registrado en diciembre de 2019 (ver Cuadro 4-8).

El aumento de la morosidad se acentuó en el tercer y cuarto trimestre de 2020, coincidiendo con el vencimiento de las facilidades de pago implementadas por la SBS a través de las reprogramaciones. Al analizar la evolución por tipo de entidad, se observa que el incremento fue más marcado en la cartera de los bancos y las financieras, en comparación con las cajas rurales y municipales. En cuanto a la composición del crédito, aproximadamente la mitad del incremento en la morosidad provino de los créditos de consumo, con un mayor peso de los incumplimientos en la cartera de los bancos grandes y las entidades especializadas en este segmento.

Si bien se registró una elevación en la morosidad del crédito del sistema financiero, los niveles alcanzados no llegaron a amenazar la estabilidad de las entidades financieras, considerando además que el Programa Reactiva Perú ayudó a reducir —de manera importante— los ratios de incumplimiento entre las empresas que

93 Definido como la fracción de créditos clasificados como vencidos, en cobranza judicial y refinanciados.

accedieron al programa. Por ejemplo, entre los deudores que accedieron a créditos del Programa Reactiva Perú, el ratio de alto riesgo fue de 1,8 por ciento en diciembre de 2020, considerablemente menor en comparación con el ratio de 5,3 por ciento del conjunto general de créditos empresariales en el sistema financiero para el mismo mes. De manera similar, en diciembre de 2021, aunque el ratio de alto riesgo en el sistema financiero aumentó al 6,4 por ciento, los deudores beneficiados por el Programa Reactiva Perú siguieron presentando un menor nivel de incumplimiento (5,5 por ciento). Estos resultados evidencian el impacto positivo del programa en mejorar la capacidad de pago de las empresas favorecidas (Cuadro 4-8).

Cuadro 4-8: Empresas beneficiarias de Reactiva Perú: Indicadores de morosidad por segmento y grupo de entidad

Entidad	Dic.19	Dic.20			Dic.21		
	Sistema Financiero RAR 2/	Reactiva		Sistema Financiero RAR 2/	Reactiva		Sistema Financiero RAR 2/
		Saldo (mill. S/)	RAR 1/		Saldo (mill. S/)	RAR 1/	
Empresas	5,1	56 211	1,8	5,3	42 673	5,5	6,4
Segmento de crédito:							
- Corporativo	0,1	1 341	0,1	0,9	625	0,5	0,8
- Grande	3,3	15 761	1,7	3,2	10 490	4,0	3,4
- Mediana	11,6	25 657	2,9	9,0	22 648	8,0	13,1
- Pequeña	10,1	9 750	3,2	9,5	7 587	8,2	10,9
- Microempresa	6,1	3 702	1,2	5,9	1 323	4,8	5,5

Notas:

1/ Ratio de alto riesgo (RAR) de otros créditos, excluyendo los créditos Reactiva Perú, de las empresas que accedieron al programa.

2/ RAR de empresas del sistema financiero por segmento de crédito y grupo de entidad.

Fuente: Balances de comprobación y RCC.

Este resultado del programa se confirma con el estudio de Burga et al. (2023), que emplea una estrategia combinada de variables instrumentales con estimaciones de diferencias en diferencias, utilizando la información del universo de deudores del sistema financiero peruano provista por el RCC. En la estrategia econométrica, las empresas se separan en dos grupos: las beneficiarias del programa, denominadas grupo de tratamiento, y las empresas que no obtuvieron créditos del Programa, pero comparten características similares a las empresas tratadas, como grupo de control. La estimación de diferencias en diferencias aprovecha la heterogeneidad en la adopción de los préstamos Reactiva, por parte de los bancos, lo que permite estimar el efecto causal de haber accedido al Programa Reactiva en el acceso al crédito, y en la probabilidad de incumplimiento (morosidad).

Los resultados del estudio de Burga et al. (2023) indican que las empresas beneficiarias del Programa Reactiva redujeron su probabilidad de incumplimiento en

diciembre de 2020 en alrededor de 10 puntos porcentuales, a comparación de junio de 2020⁹⁴. Los autores también encuentran que el impacto positivo del Programa Reactiva en la probabilidad de incumplimiento es persistente, incluso luego del año 2020, año en el que se entregaron los créditos Reactiva. Así, se observa que, durante todos los trimestres de 2021, las empresas que recibieron un crédito Reactiva mostraron probabilidades de incumplimiento menores entre 10 y 13 puntos porcentuales que otras empresas.

Asimismo, al analizar los distintos tipos de crédito, los autores encuentran que las empresas de menor tamaño, como las pequeñas y microempresas, fueron las que más se beneficiaron, observándose que la reducción en la probabilidad de incumplimiento para estas empresas es ligeramente mayor, en comparación con el promedio general. En el caso de los deudores mayoristas (empresas corporativas, grandes y medianas), si bien se observa una reducción de la probabilidad, en promedio, este efecto no es estadísticamente significativo. Sobre este último resultado, se debe precisar que este impacto no significativo puede explicarse porque las empresas no beneficiarias — que tenían similares características a las beneficiarias mayoristas— pudieron obtener recursos adicionales (préstamos regulares y aportes de capital), que les permitieron enfrentar sus obligaciones y, de esa forma, afrontar en mejor posición la crisis sanitaria. Todos estos resultados sugieren que el Programa Reactiva Perú también contribuyó con el fortalecimiento de la estabilidad financiera al ayudar en la reducción del riesgo de crédito del sistema financiero.

Adicionalmente, es importante mencionar que, en este contexto de mayor riesgo crediticio, las entidades financieras optaron por constituir provisiones voluntarias, ante el deterioro esperado de sus créditos, especialmente en el segmento de consumo. En particular, las instituciones en el mercado de tarjetas de crédito incrementaron significativamente sus provisiones. Como consecuencia, la tasa de crecimiento anual del gasto en provisiones de los bancos (grandes y especializados) continuó aumentando aceleradamente, mientras que, en el caso de las entidades no bancarias, la evolución de las provisiones registró un mayor crecimiento desde el inicio del estado de emergencia.

4.5 Impacto en la inclusión financiera⁹⁵

El Programa Reactiva Perú también contribuyó a la inclusión financiera en el país, dado que muchas empresas, especialmente las más pequeñas —que previamente no tenían acceso al sistema financiero formal—, pudieron obtener créditos por primera vez. Esto no solo les permitió sobrevivir a la crisis, sino también integrarse más plenamente

94 Los autores definen incumplimiento como la situación en la cual la empresa registra algún crédito moroso en el sistema financiero en dicho mes. Adicionalmente, los autores toman junio de 2020 como el mes de referencia, por lo cual se espera que el impacto del programa sea cero en dicho periodo.

95 La inclusión financiera se refiere al acceso que tienen las empresas a diversos productos y servicios financieros útiles y asequibles que satisfacen sus necesidades, tales como transacciones, pagos, depósitos, crédito y seguros. En esta sección, restringimos el análisis únicamente a los créditos, es decir, no se considera si la empresa ya posee depósitos.

en la economía formal. La expansión del acceso al crédito es un paso importante hacia una mayor inclusión financiera⁹⁶ y al desarrollo económico a largo plazo.

A diciembre de 2020, se muestra que 71 511 préstamos Reactiva (14,3 por ciento del total) fueron entregados a empresas que no habían sido sus clientes en los últimos dos años (ver Cuadro 49). Las empresas que tomaron Reactiva con una nueva institución pueden subdividirse en dos grupos: (i) aquellas que no habían tenido crédito en ninguna entidad, al menos en los últimos dos años (6,1 por ciento de los préstamos Reactiva), y (ii) aquellas que sí tuvieron relaciones crediticias en este lapso, pero con un ente distinto al que le otorgó el crédito Reactiva (8,2 por ciento de los préstamos Reactiva).

Cuadro 4-9: Inclusión financiera de Reactiva Perú

Tipo de entidad	Inclusión crediticia por Reactiva Perú 1/		Créditos Reactiva Perú en nuevas entidades 2/		Total	
	Número de créditos	Participación (%)	Número de créditos	Participación (%)	Número de créditos	Participación (%)
Corporativo y gran empresa	46	0,2	264	0,6	310	0,4
Mediana empresa	1 601	5,3	4 104	10,0	5 705	8,0
Pequeña y microempresa	28 744	94,6	36 752	89,4	65 496	91,6
Primeros créditos	30 391	100,0	41 120	100,0	71 511	100,0
(% del total de créditos reactiva)	6,1		8,2		14,3	

Notas:

1/ Se considera créditos Reactiva de empresas que no han tenido crédito en el sistema financiero en los últimos años.

2/ Se considera créditos Reactiva de empresas que han tenido algún crédito en los dos últimos años, pero no en la misma entidad donde obtuvieron el crédito Reactiva.

Fuente: RCC.

Se observa que unos 30 391 créditos Reactiva Perú fueron otorgados por alguna entidad financiera a empresas que no tenían créditos en sistema financiero, al menos en los últimos dos años. Estos créditos fueron entregados, principalmente, a la pequeña y microempresa (94,6 por ciento) y mediana empresa (5,3 por ciento).

4.6 Efecto en el PBI y la economía nacional

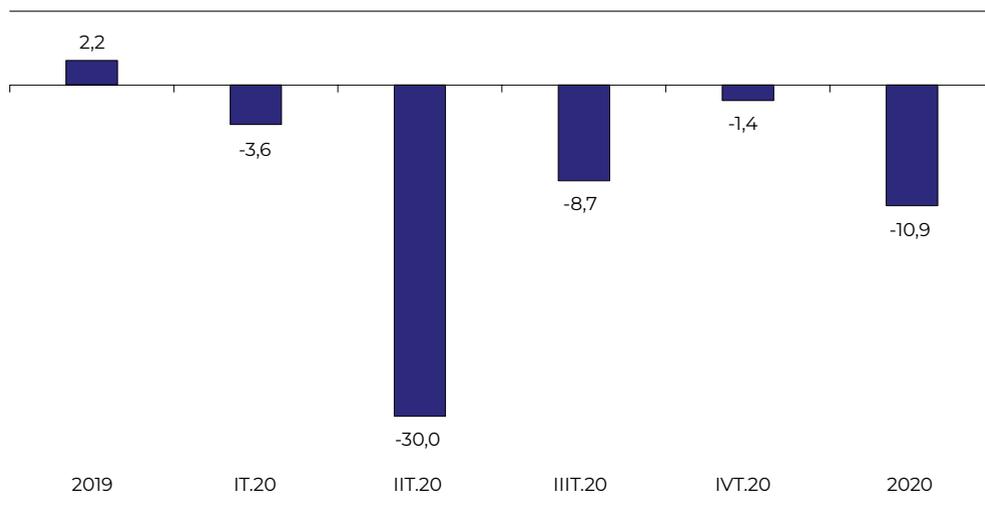
La rápida y efectiva respuesta de política económica fue fundamental para mitigar el impacto de la crisis y acelerar la recuperación. Durante la segunda mitad de 2020, estas medidas contribuyeron a una menor contracción económica, con una caída del 8,7 por ciento en el tercer trimestre y apenas del 1,4 por ciento en el cuarto trimestre (ver Gráfico 4-13). Por el lado fiscal, se desplegaron medidas como transferencias

⁹⁶ Este efecto en la inclusión financiera es resaltado también en Medina et al. (2021).

directas a hogares y subsidios a empresas, con el objetivo de proteger los ingresos de las familias, y preservar la continuidad operativa de los negocios. Por su parte, el BCRP adoptó una política monetaria expansiva sin precedentes, reduciendo la tasa de referencia a su mínimo histórico, e implementando inyecciones masivas de liquidez, entre ellas el Programa Reactiva Perú. En conjunto, estas acciones contribuyeron, de manera decisiva, a suavizar la contracción económica, y a sentar las bases para una recuperación económica, más rápida, en el contexto de una de las crisis más profundas de las últimas décadas.

Gráfico 4-13: PBI real: 2019-2020

(Variaciones porcentuales reales)



Fuente: BCRP.

En el 2020, la reducción del PBI por sectores productivos fue casi generalizada, con excepción de los rubros agropecuario y pesca. La producción primaria disminuyó un 7,6 por ciento, mientras que la actividad no primaria se contrajo un 11,9 por ciento. Asimismo, el sector minería e hidrocarburos registró una caída del 13,4 por ciento en 2020, la más pronunciada desde 1989, como consecuencia directa de las medidas de inmovilización social, y la paralización de operaciones decretadas por el Gobierno, en el segundo trimestre. De manera similar, la actividad manufacturera se redujo un 12,5 por ciento en el mismo año, afectada tanto en los rubros primario como no primario, debido a las restricciones impuestas por la pandemia del COVID-19. Asimismo, los sectores de comercio y servicios disminuyeron 16,0 y 10,2 por ciento, respectivamente (ver Cuadro 4-10).

Cuadro 4-10: Producto bruto interno

(Año base 2007, variaciones porcentuales)

Sectores	2019	2020					2021				
	Año	IT. 20	II. 20	III. 20	IV. 20	Año	IT. 21	II. 21	III. 21	IV. 21	Año
Agropecuario	3,5	4,0	1,8	-1,9	0,3	1,0	0,8	1,3	11,3	6,6	4,6
Pesca	-17,2	-16,5	-14,4	14,9	38,6	4,2	51,6	26,1	-28,7	-3,1	9,9
Minería e hidrocarburos	0,0	-5,7	-34,3	-10,2	-3,9	-13,4	0,0	39,0	6,6	-3,1	8,1
Manufactura	-1,7	-9,3	-36,2	-6,9	2,0	-12,5	16,2	61,6	9,3	2,7	18,6
Electricidad y agua	3,9	-1,9	-19,4	-3,1	-0,2	-6,1	2,8	25,3	6,3	3,0	8,5
Construcción	1,4	-12,1	-66,4	-4,4	20,1	-13,5	42,2	233,6	23,9	-5,1	35,3
Comercio	3,0	-7,1	-46,8	-8,1	-2,6	-16,0	1,4	85,9	10,1	3,9	17,8
Servicios	3,8	-0,8	-25,2	-10,4	-4,6	-10,2	-0,1	31,5	13,0	6,2	11,4
PBI GLOBAL 1/	2,2	-3,6	-30,0	-8,7	-1,4	-10,9	4,2	42,0	11,7	3,4	13,4
PBI desestacionalizado 2/		-20,0	-70,1	186,2	36,8		2,6	1,7	8,9	0,2	
Sectores primarios	-0,9	-2,8	-19,8	-6,5	0,2	-7,6	3,1	20,9	5,1	-2,2	6,4
Sectores no primarios	3,2	-3,8	-33,3	-9,3	-1,8	-11,9	4,5	50,1	13,5	4,9	15,4

Notas:

1/ Incluye derechos de importación y otros impuestos a los productos.

2/ Variación porcentual anualizada del trimestre móvil. Ajuste estacional realizado con el programa Tramo-Seats con factores mensuales estimados con información a diciembre de 2023.

Fuente: Instituto Nacional de Estadística e Informática (INEI).

A pesar de la fuerte contracción de la actividad económica durante el primer semestre de 2020, en la segunda mitad de ese año se evidenció una recuperación. Esto se refleja en el crecimiento del PBI desestacionalizado, que aumentó un 186,2 por ciento en el tercer trimestre, y un 36,8 por ciento en el cuarto trimestre de 2020, impulsado por el avance del plan de reanudación de actividades, las medidas de estímulo fiscal y monetario, la reactivación de proyectos de inversión, y la recuperación de la demanda externa.

Aunque en el primer semestre de 2021 la economía mostró un crecimiento significativo, con aumentos del 4,2 por ciento en el primer trimestre y del 42,0 por ciento en el segundo, el ritmo de recuperación comenzó a desacelerarse. En términos desestacionalizados, la expansión de la actividad económica se redujo al 2,6 y 1,7 por ciento en esos mismos trimestres, respectivamente. Este estancamiento se atribuyó a una caída en la confianza de los agentes económicos sobre el futuro, producto del aumento de la incertidumbre política, lo que frenó el dinamismo de la inversión privada.

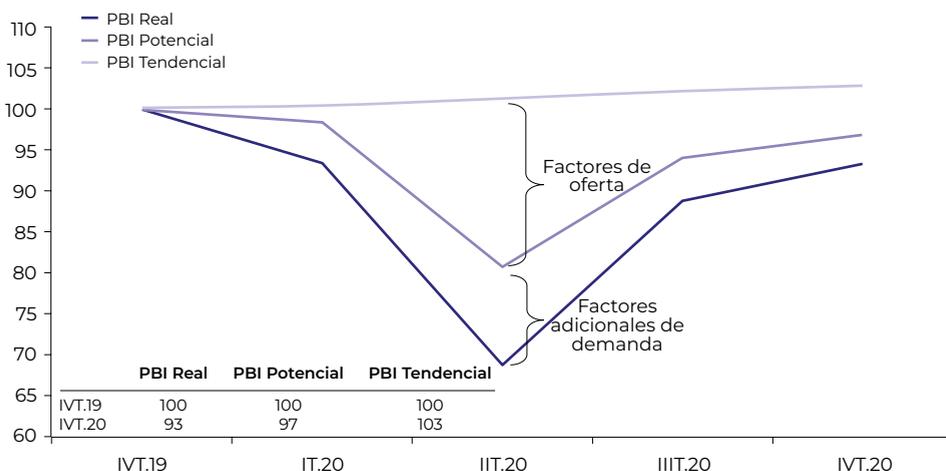
Por otro lado, la literatura económica y la evidencia empírica destacan que las crisis económicas suelen generar cicatrices⁹⁷ en las economías, es decir, efectos permanentes que alteran su desempeño a largo plazo. Estos impactos se manifiestan en cambios estructurales en el empleo, la acumulación de capital físico y las decisiones de inversión en investigación y desarrollo (I+D), así como en la reubicación de factores productivos entre sectores.

El recuadro “Efectos de largo plazo del COVID-19 en Perú”, incluido en el Reporte de Inflación de diciembre de 2021 (BCRP, 2021), señala que, en el caso de la crisis del COVID-19, aún era prematuro determinar con claridad qué factores habían experimentado alteraciones de largo plazo. No obstante, los indicios sugieren que las cicatrices habrían sido significativamente más profundas si se hubiera roto la cadena de pagos de la economía.

El Gráfico 4-14 presenta una estimación del BCRP sobre la descomposición del impacto negativo de la pandemia de COVID-19, con énfasis en el segundo trimestre de 2020. Según esta estimación, cerca de dos tercios de la contracción del PBI total durante la pandemia se atribuyen a la caída del PBI potencial, un factor de oferta que no puede ser compensado mediante medidas de política monetaria. El tercio restante corresponde a factores de demanda, los cuales fueron atenuados mediante políticas fiscales y monetarias, entre ellas el Programa Reactiva Perú.

Gráfico 4-14: PBI en niveles

(IVT.19 = 100)



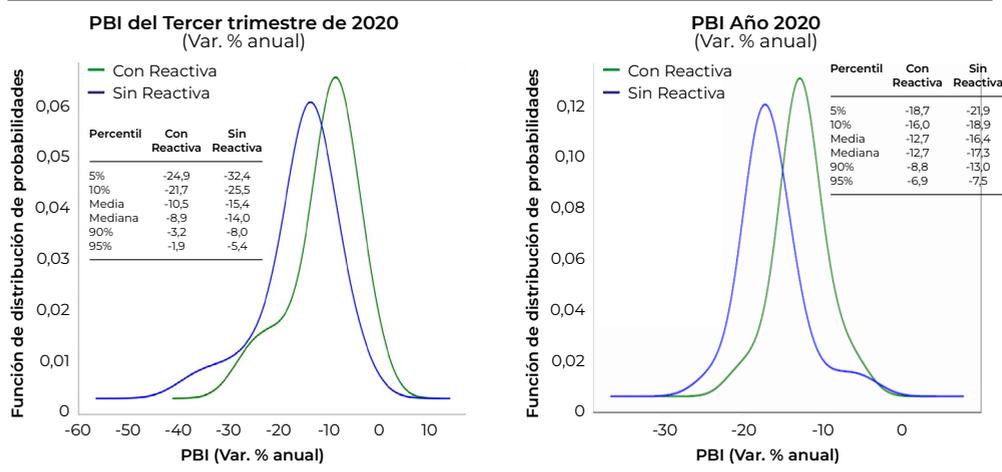
Fuente: BCRP (2020), Reporte de Inflación de setiembre 2020.

97 El término “cicatrices económicas” en el contexto de la pandemia de COVID-19 parece haber aparecido por primera vez en el simposio de Foreign Policy del 15 de abril de 2020. En esa ocasión, los economistas Eswar Prasad y Adam Tooze utilizaron la expresión para referirse al daño duradero en los mercados emergentes y en la economía global, respectivamente (Stiglitz et al., 2020).

El Reporte de Estabilidad Financiera de noviembre de 2020 (BCRP, 2020) presentó una evaluación preliminar del impacto del crecimiento del crédito en el sistema financiero, basada en datos del tercer trimestre de 2020. Para ello, se empleó un análisis contrafactual mediante la metodología *Growth at Risk*, implementada en Chicana y Nivin (2021). Este enfoque permite estimar la relación entre las condiciones macrofinancieras observadas y la distribución futura del crecimiento del PBI, lo que facilita tanto la proyección media del PBI como la evaluación de la incertidumbre asociada, resultando útil para el análisis de escenarios de riesgo.

La aplicación de esta técnica requirió la proyección de la distribución del PBI mediante un modelo de regresión por cuantiles, utilizando como variables explicativas diversos indicadores del mercado financiero—incluidos el crédito, la renta fija y la renta variable—y del sector real, como los términos de intercambio. Esto permitió cuantificar la importancia relativa de las distintas variables macrofinancieras en los escenarios de riesgo para el crecimiento futuro del PBI. En particular, el análisis contrafactual comparó la distribución proyectada del PBI bajo el comportamiento observado del crédito con un escenario alternativo en el que el Programa Reactiva no hubiera sido implementado.

Gráfico 4-15: Análisis contrafactual del Programa Reactiva Perú: proyección trimestral del PBI



Fuente: BCRP.

El análisis contrafactual consistió en utilizar la información disponible, al segundo trimestre del año 2020, y realizar una proyección de la distribución del PBI para los siguientes dos trimestres del año. Luego, se reemplazó el dato de crédito del segundo trimestre por su valor implícito en el escenario sin el Programa Reactiva⁹⁸, y se realizó la proyección del PBI para los dos últimos trimestres del año.

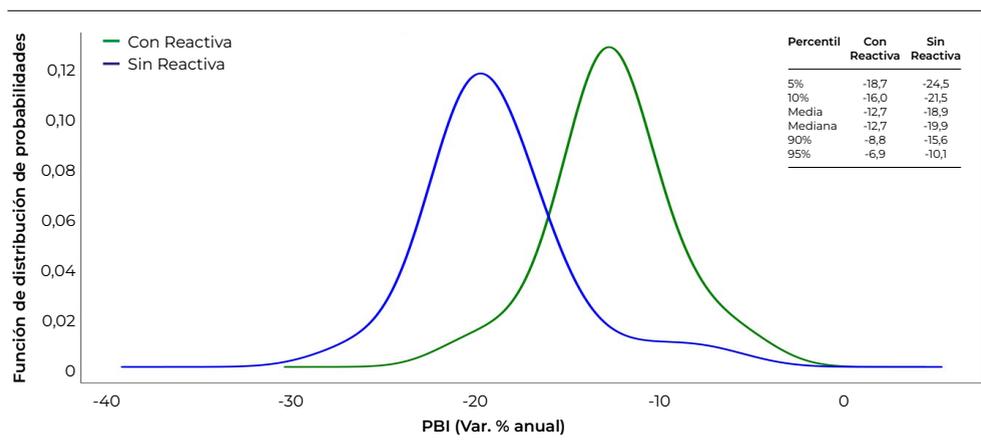
98 En el escenario contrafactual se consideró una tasa de crecimiento a empresas en el segundo trimestre de -0,9 por ciento anual, en comparación al crecimiento observado de 21,6 por ciento anual para dicho trimestre.

Según el BCRP (2020), en ausencia del Programa Reactiva Perú, la proyección media del PBI para el tercer trimestre de 2020 habría caído de -10,5 por ciento anual a -15,4 por ciento anual. Del mismo modo, la proyección media de crecimiento para todo el año 2020 se habría reducido de -12,7 por ciento a -16,4 por ciento anual. Además, el Programa Reactiva Perú mitigó los efectos de un escenario adverso extremo. En dicho escenario —con una probabilidad de ocurrencia del 5 por ciento—, la contracción del PBI en el tercer trimestre habría sido de 24,9 por ciento anual con Reactiva, mientras que, sin el programa, la caída habría alcanzado el 32,4 por ciento anual.

El impacto de Reactiva Perú en la actividad económica habría sido aún mayor si se considera su papel en la prevención de un posible escenario de riesgo extremo. En ausencia del programa, si en el tercer trimestre de 2020 se hubiera materializado una contracción equivalente al percentil 10 de la distribución del crecimiento del PBI, la caída anual esperada del PBI habría sido de 18,9 por ciento, frente a la contracción de 12,7 por ciento⁹⁹ proyectada con Reactiva Perú. Así, al estimular el crecimiento del crédito, el programa no solo evitó un deterioro más severo de la actividad económica, sino que también ayudó a resguardar la estabilidad del sistema financiero (ver Gráfico 4-16).

Gráfico 4-16: PBI año 2020, considerando percentil 10 por ciento inferior en el tercer trimestre

(Var. % anual)



Fuente: BCRP.

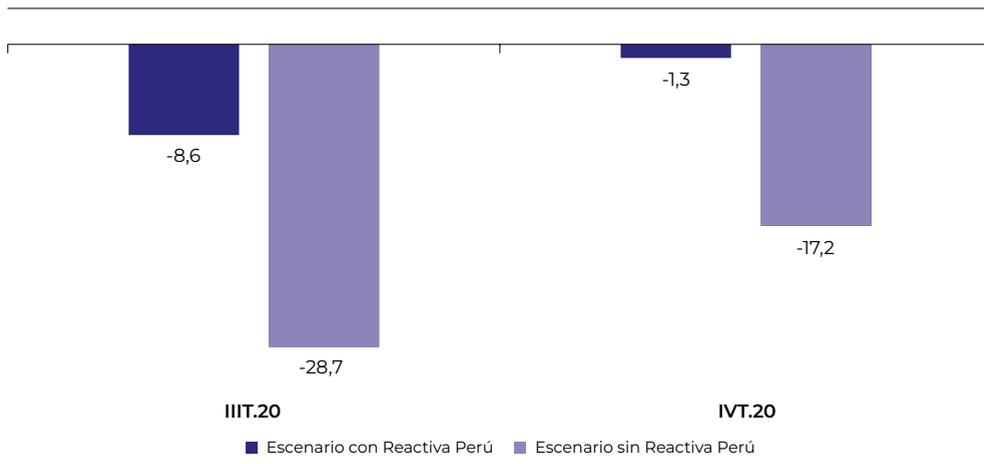
Kamiche et al. (2024) analizan los efectos del Programa Reactiva Perú a nivel macroeconómico y microeconómico. En el ámbito macroeconómico, el estudio resalta un impacto positivo significativo en la tasa de crecimiento del PBI, con incrementos estimados de 20,1 puntos porcentuales en el tercer trimestre de 2020 y 15,9 puntos porcentuales en el cuarto trimestre. Para ello, los autores contrastan dos escenarios:

⁹⁹ Cabe destacar que el INEI revisó la cifra y, actualmente, se registra una contracción del PBI del 10,9 por ciento.

uno con la implementación del programa y otro contrafactual sin este. Los resultados revelan que, de no haber existido Reactiva Perú, el PBI se habría contraído en 28,7 por ciento en el tercer trimestre de 2020, frente a una contracción de 8,6 por ciento con el programa (ver Gráfico 4-17). Asimismo, en el cuarto trimestre, la economía se habría contraído en 17,2 por ciento sin la intervención, en comparación con 1,3 por ciento con su aplicación. Estos hallazgos evidencian la relevancia del programa para atenuar los efectos adversos de la pandemia, previniendo una recesión más profunda y prolongada.

Gráfico 4-17: Crecimiento del PBI, considerando escenario actual y el escenario sin la intervención del Programa Reactiva Perú (escenario contrafactual)

(Variación porcentual anual)



Fuente: Kamiche et al. (2024).

Un estudio complementario es el de Acurio et al. (2023), que examina empíricamente el impacto del Programa Reactiva Perú en el mercado crediticio y la economía real. Los autores analizan la influencia del programa en la toma de riesgos por parte de las entidades bancarias, así como sus efectos reales, evaluados mediante el empleo a nivel empresarial. Para ello, emplean bases de datos emparejadas que combinan el registro completo de créditos con información mensual de empleo por empresa. Los resultados indican que Reactiva Perú contribuyó a reducir el riesgo bancario, reflejado en una menor incidencia de incumplimientos en la cartera crediticia total, y generó un impacto positivo en la economía real, observable en el empleo tanto en los márgenes intensivos (horas trabajadas) como extensivos (número de trabajadores).

El Programa Reactiva Perú fue clave en la economía peruana, contribuyendo a la solvencia y sostenibilidad de las empresas, así como a la preservación de empleos y la reactivación económica, en diversos sectores económicos y regiones del país. Rubros como comercio, servicios y manufactura se beneficiaron notablemente, permitiendo, en especial, a las micro, pequeñas y medianas empresas acceder a créditos en condiciones favorables. Este apoyo fue crucial para mantener sus operaciones y evitar quiebras,

contribuyendo significativamente a la estabilidad macroeconómica y financiera del país durante un periodo de crisis profunda.

El Programa Reactiva Perú, más allá de sus beneficios directos, generó efectos indirectos significativos que repercutieron positivamente en la economía en su conjunto, incluyendo a empresas no beneficiarias del programa y a los hogares en general. Al prevenir el cierre masivo de empresas y emprendimientos, contribuyó a mantener la cadena de pagos y a sostener la demanda agregada, favoreciendo incluso a aquellas compañías que no participaron directamente en Reactiva. Este efecto mitigó la vulnerabilidad de las familias y evitó una secuencia de impactos adversos que habría derivado en una contracción abrupta y generalizada del crédito. De no haber intervenido, dicha contracción habría comprometido la liquidez de las empresas, incrementando el riesgo de quiebras generalizadas y debilitando tanto al sector empresarial como a las entidades financieras, con la consecuente amenaza de una recesión profunda y una desestabilización del sistema financiero.

Además, la preservación de empleos garantizó ingresos para las familias, lo que permitió sostener el consumo y contribuyó a la estabilidad social, en un contexto de alta incertidumbre. Estos efectos subrayan la relevancia del programa, como una intervención clave para mantener la actividad económica y la estabilidad financiera.

Sin las medidas adoptadas, la crisis del COVID-19 podría haber provocado una interacción adversa entre el sector real y el financiero, intensificando la recesión y prolongando sus repercusiones negativas. El Programa Reactiva Perú desempeñó un rol determinante al fortalecer la confianza empresarial —tanto en las compañías beneficiarias directas como en aquellas no participantes— y la confianza de los consumidores, elementos fundamentales para estimular la reactivación económica. En conjunto, Reactiva Perú consolidó las condiciones para una recuperación sostenible, subrayando la importancia de intervenciones oportunas y eficaces para preservar la estabilidad económica, financiera y social del país.

IMPACTO EN LAS EMPRESAS

En esta sección se analiza la evidencia del impacto de Reactiva Perú en las empresas y, cómo este programa facilitó una recuperación rápida de puestos de trabajo en sectores clave como servicios, comercio y manufactura, que fueron duramente golpeados por las restricciones de distanciamiento social impuestas durante la pandemia. Asimismo, se examinan las diferencias en los efectos del programa según el tamaño de las empresas y los distintos sectores económicos, destacando la heterogeneidad de los resultados obtenidos.

Este capítulo presenta los efectos del Programa Reactiva Perú en las ventas y la rentabilidad de las empresas beneficiarias. En general, el impacto en las ventas fue positivo, siendo las micro y pequeñas empresas las más favorecidas, gracias a que los créditos representaron una mayor proporción en relación con su escala. En términos de rentabilidad, se demuestra cómo el programa ayudó a mitigar la reducción de los márgenes operativos, especialmente en las empresas de menor tamaño. Es importante destacar que los efectos analizados en empleo, ventas y utilidades se basan en los principales estudios disponibles sobre el tema.

En la parte final de este capítulo, se presentan estudios de casos específicos sobre el uso de Reactiva en empresas o grupos de empresas, extraídos de 50 tesis universitarias. Estas investigaciones analizaron los efectos de los préstamos otorgados por el programa, concluyendo que tuvo un impacto positivo en la salud financiera de las empresas analizadas.

Al igual que en el capítulo anterior, el impacto total del Programa Reactiva Perú no puede cuantificarse en su totalidad. El análisis presentado en este capítulo ofrece solo una evaluación parcial, sin incluir el efecto macroeconómico de haber evitado la interrupción de la cadena de pagos. Esto implica que los estudios existentes suelen subestimar el impacto real del programa, al no considerar los efectos negativos que se lograron evitar. Sin Reactiva Perú, el país habría enfrentado una recesión económica severa, con consecuencias profundas y prolongadas en el empleo, las ventas y las utilidades, cuyo impacto exacto no puede medirse con precisión.

5.1 Impacto en el empleo a nivel agregado

La importancia del Programa Reactiva en el empleo puede ilustrarse a través de datos promedio de la Planilla Electrónica, gestionada por la SUNAT. Estos registros mensuales abarcan el universo de empresas formales e instituciones públicas del país. Según estos datos, hacia finales de 2021, el número de puestos de trabajo formal¹⁰⁰ a nivel nacional se había recuperado respecto al periodo de crisis generado por el COVID-19. Tras una caída del 3,5 por ciento en 2020, debido a las medidas adoptadas para enfrentar la pandemia, el empleo formal creció un 4,0 por ciento en 2021 y un 0,4 por ciento en comparación con 2019 (ver Cuadro 5-1).

Cuadro 5-1: Puestos de trabajo formales

(Miles de puestos de trabajo)

	Niveles					Variación % anual		
	2017	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
Total	4 935	5 122	5 264	5 081	5 284	2,8	-3,5	4,0
Privado	3 510	3 662	3 801	3 564	3 715	3,8	-6,3	4,2
Público	1 425	1 460	1 462	1 517	1 569	0,2	3,8	3,4
Lima	3 070	3 137	3 233	3 057	3 140	3,0	-5,4	2,7
Resto Perú	1 859	1 972	2 017	2 012	2 125	2,2	-0,3	5,6

Nota: La suma del empleo por área no da el total debido a que existe un número de puestos de trabajo que no se pueden clasificar.

Fuente: SUNAT – Planilla mensual de pagos.

En 2020, el empleo a nivel nacional —medido por la población ocupada— disminuyó 13 por ciento debido a las restricciones impuestas por la pandemia. Estas limitaciones dificultaron la búsqueda de empleo y afectaron especialmente a los trabajadores independientes, al reducir sus oportunidades de generar ingresos. Como resultado, la tasa de participación laboral —que incluye a todas las personas en edad de trabajar, tanto ocupadas como desempleadas en busca de empleo— disminuyó en 8,1 puntos porcentuales con respecto al año anterior (ver Cuadro 5-2).

Es importante resaltar que la caída del empleo afectó especialmente a los trabajadores independientes y dependientes informales, quienes experimentaron una disminución del 17,5 por ciento. Finalmente, a pesar de la significativa pérdida de empleos, la tasa de desempleo aumentó apenas 3,5 puntos porcentuales, respecto a 2019, debido a la fuerte contracción de la participación laboral. En 2021, con la reanudación de la mayoría de las actividades, y menos restricciones relacionadas con el COVID-19, el empleo superó su nivel prepandemia en el cuarto trimestre, con un incremento de 1,2 por ciento respecto al mismo periodo de 2019.

¹⁰⁰ Los puestos de trabajo se diferencian del número de trabajadores, debido a que una persona puede ocupar más de un puesto de trabajo.

Cuadro 5-2: Indicadores de empleo nacional

(Millones de personas y variación porcentual)

	2017	2018	2019	2020	2021	Variación % anual 2/		
						2019	2020	2021
A. Población Edad de Trabajar	23,8	24,1	24,5	24,9	25,3	1,5	1,5	1,5
B. Población Económicamente Activa	17,2	17,5	17,8	16,1	18,1	2,1	-9,7	12,8
C. Tasa de Participación	72,4	72,3	72,7	64,7	71,9	0,4	-8,1	7,2
D. Población Ocupada (A/B)	16,5	16,8	17,1	14,9	17,1	2,1	-13,0	14,9
a. Formales dependientes 1/	4,8	4,9	5,0	4,9	5,1	1,3	-2,0	3,9
b. Informales e independientes	11,8	11,9	12,2	10,0	12,1	2,5	-17,5	20,2
E. Desocupados (B-D)	0,7	0,7	0,7	1,2	1,0	1,6	71,1	-13,7
F. Tasa de desempleo (E/B)	4,1	3,9	3,9	7,4	5,7	0,0	3,5	-1,7

Notas:

1/ En base a la información de empleo formal de la Planilla Electrónica. Los trabajadores informales e independientes se obtienen por diferencia.

2/ Para las tasas, la variación es en puntos porcentuales.

Fuente: INEI, SUNAT.

El Cuadro 5-3 muestra que el Programa Reactiva tuvo un impacto significativo en el empleo. En marzo de 2021, las empresas que accedieron al programa generaron 2,8 millones de puestos de trabajo. De estos, aproximadamente 2 millones fueron empleos registrados en la Planilla Electrónica, mientras que unas 403 mil empresas crearon 832 mil puestos de trabajo no registrados en dicha planilla. La mayoría de estas empresas corresponden a micro y pequeñas empresas¹⁰¹.

Cuadro 5-3: Empresas y empleo con Reactiva

	Empresas en Reactiva	%	Puestos trabajo	%
Total	501 637	100	2 809	100
1. Con información en planilla 1/	98 715	19,7	1 977	70,4
2. Sin información en planilla 2/	402 922	80,3	832	29,6
a. Con RUC	59 572	11,9	144	5,1
b. Sin RUC	343 350	68,4	688	24,5

Notas:

1/ Trabajadores formales declarados en la Planilla Electrónica de marzo 2021.

2/ Principalmente microempresas y pequeñas empresas que no declaran trabajadores en Planilla. Para estas se ha imputado la mediana de puestos de aquellas microempresas y pequeñas empresas que sí registran información en la Planilla (2 y 5 puestos respectivamente).

Fuente: SUNAT. Planilla Electrónica a marzo de 2021.

Las empresas con hasta 10 trabajadores han sido las principales beneficiarias del Programa Reactiva, representando el 96,2 por ciento del total de empresas participantes y generando 1,1 millones de puestos de trabajo, equivalentes al 38,9 por ciento del

¹⁰¹ Para estas se ha imputado la mediana de los puestos de trabajo de aquellas microempresas y pequeñas empresas que sí registran información en la Planilla (2 y 5 puestos, respectivamente).

empleo creado. En contraste, las empresas con más de 500 trabajadores aportaron el 30,2 por ciento de los puestos de trabajo, pero tuvieron una participación mínima en el programa, representando solo el 0,1 por ciento del total de empresas (ver Cuadro 5-4).

Cuadro 5-4: Empleo por tamaño de empresa en Reactiva – A marzo de 2021

	Número de empresas		Ventas Promedio		Puestos de trabajo	
	Unidades	Participación (%)	(Millones de S/)	Participación (%)	Miles	Participación (%)
Menos de 10 trabajadores	482 366	96,2	10 408	25,2	1 092	38,9
Entre 11 y 50 trabajadores	14 449	2,9	8 311	20,1	290	10,3
Entre 51 y 100 trabajadores	2 114	0,4	3 387	8,2	150	5,3
Entre 101 y 500 trabajadores	2 182	0,4	10 158	24,6	429	15,3
Más de 500 trabajadores	526	0,1	9 024	21,9	848	30,2
Total	501 637	100,0	41 288	100,0	2 809	100,0

Nota: Con información de la Planilla Electrónica correspondiente a marzo de 2021 y COFIDE al 5 de enero de 2021. Incluye 403 mil empresas sin información en la Planilla Electrónica.
Fuente: SUNAT, COFIDE.

En el Cuadro 5-5 se aprecia que, de las 502 mil empresas que accedieron al Programa Reactiva, 98,7 mil registraron información en la Planilla Electrónica de marzo de 2021. Este grupo representa el 31,2 por ciento de las empresas del sector privado que reportan empleo y genera el 52,9 por ciento del empleo formal. Por sector económico, las empresas de manufactura, comercio y servicios fueron las que más participación tuvieron en el programa.

Cuadro 5-5: Empresas que reportan empleo y puestos formales: A marzo de 2021

(Número de empresas y miles de puestos de trabajo)

	Empresas			Puestos de trabajo		
	Total	Empresas Reactiva	%	Total	Empresas Reactiva	%
Total	316 856	98 715	31,2	3 736	1 977	52,9
Sector Primario	11 088	2 339	21,1	615	320	52,0
Manufactura	34 967	13 416	38,4	478	376	78,6
Construcción	19 185	4 615	24,1	228	99	43,5
Comercio	99 671	37 148	37,3	638	323	50,7
Servicios	150 295	40 975	27,3	1 768	859	48,6
No especificado	1 650	222	13,5	10	0	4,0

Nota: Incluye a personas naturales con trabajadores dependientes. El sector primario incluye procesamiento y conservación de frutas y vegetales.
Fuente: SUNAT – Planilla electrónica.

El sector servicios fue uno de los más afectados por las medidas para enfrentar el COVID-19, y registra el mayor número de empresas formales que accedieron al Programa Reactiva. Las empresas beneficiarias de Reactiva —del sector servicios— fueron, principalmente, aquellas que realizaban actividades que implicaban un elevado contacto directo, tales como transporte, restaurantes y servicios personales (ver Cuadro 5-6).

Cuadro 5-6: Empresas del sector servicios en Reactiva y puestos formales: A marzo de 2021

(Número de empresas y miles de puestos de trabajo)

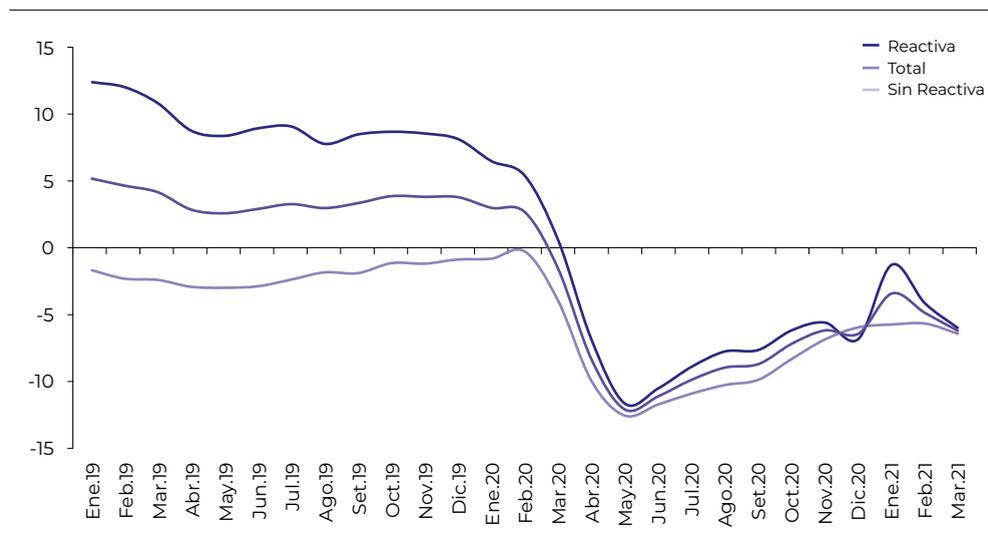
	Empresas			Puestos de trabajo		
	Total	Empresas Reactiva	%	Total	Empresas Reactiva	%
Total	150 295	40 975	27,3	1 768	859	48,6
Servicios a empresas	48 494	12 397	25,6	506	268	53,0
Transporte	25 737	10 977	42,7	218	137	62,8
Restaurantes	13 400	4 137	30,9	108	65	59,8
Servicios personales	14 030	2 874	20,5	66	26	39,8
Servicios de Salud	11 454	2 541	22,2	99	47	47,8
Educación	7 848	1 801	22,9	187	99	53,0
Telecomunicaciones	3 115	1 067	34,3	66	19	28,8
Agencias de viajes	4 603	1 436	31,2	59	34	56,9
Hoteles y hospedajes	5 693	1 565	27,5	28	13	47,2
Servicios de Intermediación Laboral	1 348	569	42,2	184	115	62,3
Otros Servicios	12 842	1 364	10,6	127	31	24,4
Sector Financiero	1 731	247	14,3	119	6	4,8

Nota: Incluye a personas naturales con trabajadores dependientes.
Fuente: SUNAT.

En el Gráfico 5-1 se puede apreciar que los puestos formales en las empresas que accedieron al Programa Reactiva registraron una menor reducción, luego de iniciadas las medidas para enfrentar el COVID-19. Este grupo de empresas registró en promedio una caída de 5 por ciento en 2020 frente a una disminución de 7,6 por ciento en las empresas que no accedieron al programa (ver Cuadro 5-8). A partir de noviembre de 2020, asociado principalmente a la recuperación económica, las empresas que no habían ingresado al programa tuvieron una recuperación importante del empleo (ver Cuadro 5-7). En 2019, las empresas en Reactiva mostraban, en promedio, un mayor crecimiento del empleo formal.

Gráfico 5-1: Puestos de trabajo formales

(Variación porcentual 12 meses)



Nota: En los primeros meses de 2021, se reportan variaciones respecto a similar periodo del año 2019.

Cuadro 5-7: Puestos de trabajo

Puestos de trabajo	Mar.19	Mar.20	Abr.20	May.20	Jun.20	Jul.20	Ago.20	Set.20	Oct.20	Nov.20	Dic.20	Ene.21	Feb.21	Mar.21
Total	3 985	3 923	3 514	3 246	3 269	3 354	3 432	3 522	3 621	3 685	3 666	3 568	3 447	3 736
a. Reactiva	2 106	2 119	1 868	1 690	1 706	1 765	1 821	1 887	1 952	1 990	1 967	1 899	1 805	1 978
b. Sin Reactiva	1 879	1 805	1 646	1 555	1 564	1 589	1 612	1 635	1 669	1 695	1 699	1 669	1 642	1 758

Fuente: SUNAT.

Por tamaño de empresa, aquellas con menos de 10 trabajadores que participaron en Reactiva registraron un incremento del empleo en 2020, mientras que las empresas del mismo tamaño que no accedieron al programa experimentaron una caída de 3,3 por ciento. De manera similar, las empresas con entre 11 y 50 trabajadores redujeron menos su empleo (3,0 por ciento) en comparación con aquellas que no recibieron el apoyo de Reactiva, cuyo descenso fue de 12,0 por ciento. Por último, las empresas de mayor tamaño que accedieron al programa también presentaron una menor reducción del empleo, aunque la diferencia con aquellas que no participaron fue menos pronunciada (ver Cuadro 5-8).

Cuadro 5-8: Puestos formales en el sector privado según tipo de empresa

	Empresas Reactiva				Empresas sin Reactiva				Dif. p.p
	2019	2020	Var. Miles	Var. %	2019	2020	Var. Miles	Var. %	
Total	2 000	1 900	-100	-5,0	1 801	1 664	-137	-7,6	2,6
a. Menos de 10	267	280	13	4,8	494	478	-16	-3,3	8,1
b. Entre 11 y 50	299	290	-9	-3,0	257	226	-31	-12,0	9,0
c. Más de 50	1 434	1 330	-104	-7,3	1 050	960	-90	-8,6	1,3

Fuente: SUNAT.

Por sector económico, en 2020 se observó una menor contracción del empleo en las empresas que participaron en Reactiva Perú, en todos los sectores de actividad, debido en parte a que presentaban mayores tasas de crecimiento entre enero y marzo de ese año (consultar Cuadro 5-9). Cabe destacar que la mayor diferencia se registró en el empleo del sector construcción, con 4,5 puntos porcentuales, seguido del sector primario, con 1,8 puntos porcentuales, el comercio, con 1,5 puntos porcentuales, y los servicios, también con 1,5 puntos porcentuales.

Cuadro 5-9: Puestos formales según sector productivo

(Miles de puestos de trabajo)

	Empresas Reactiva				Empresas sin Reactiva				Dif. p.p
	2019	2020	Var. Miles	Var. %	2019	2020	Var. Miles	Var. %	
Total	2 000	1 900	-100	-5,0	1 801	1 664	-137	-7,6	2,6
Sector primario	365	386	21	5,7	217	226	9	4,0	1,8
Manufactura	297	277	-20	-6,6	180	168	-12	-6,7	0,2
Construcción	83	73	-10	-12,3	134	112	-22	-16,8	4,5
Comercio	313	302	-11	-3,6	316	300	-16	-5,0	1,5
Servicios	942	862	-80	-8,5	954	858	-96	-10,0	1,5

Nota: El sector primario incluye el procesamiento y conservación de frutas y vegetales. La información del cuadro es a diciembre de cada año.
Fuente: SUNAT.

5.2 Impacto en el empleo a nivel de empresas

Para evaluar de manera empírica los efectos de Reactiva en el empleo, es posible emplear modelos diseñados específicamente para este fin. En este sentido, diversos estudios que aplican metodologías de evaluación de impacto han analizado los efectos del Programa Reactiva Perú a nivel empresarial, considerando su influencia en variables como el empleo, las ventas y la rentabilidad (consultar Cuadro 5-10).

Estos estudios buscan aislar el efecto del programa del impacto de otras variables relevantes. Entre ellos, destacan los trabajos de Acurio et al. (2023), Acurio y Tomarchio

(2025), Casavilca y Sarmiento (2024) y Céspedes y Gonzales (2025), quienes, a partir de datos administrativos de empresas, concluyen que Reactiva Perú tuvo efectos positivos en el empleo y las ventas. Por otro lado, Kamiche et al. (2024) emplean datos agregados para estimar los efectos macroeconómicos del programa sobre el empleo.

En conjunto, la evidencia disponible sugiere que Reactiva Perú contribuyó a mitigar la reducción del empleo durante la pandemia de la COVID-19, permitiendo que las empresas disminuyeran sus puestos de trabajo en menor magnitud de lo que hubiera ocurrido en ausencia del programa. Sin embargo, aún son escasos los estudios que analizan su impacto en las ventas de las empresas peruanas.

Cuadro 5-10: Estudios que evalúan el efecto de Reactiva en el empleo

Estudio	Efectos	Método	Periodo de estudio y muestra
Acurio et al. (2023)	Un incremento del 1 por ciento en los préstamos por Reactiva habría contribuido con un 0,4 por ciento al crecimiento del empleo de las microempresas.	Doble diferencia	Planilla electrónica, 2019-2020
Acurio y Tomarchio (2025)	Reactiva tuvo un efecto significativo en las empresas que tienen 90 por ciento o más de crédito, en calificación normal o con problemas potenciales.	Regresión discontinua	Padrón RUC. 2019-2023
Casavilca y Sarmiento (2024)	Reactiva permitió que una empresa que accede a este programa suba en el ranking de empleo, en aproximadamente 0,6 deciles.	Doble diferencia	Planilla electrónica y Padrón RUC. 2018-2020
Céspedes y Gonzales (2025)	Reactiva tiene efectos positivos en empleo y ventas. Efectos mayores en empresas pequeñas.	Doble diferencia	Registro de ventas y planilla electrónica de SUNAT: 2018-2022.
Kamiche et al. (2024)	El empleo en 2020 sin Reactiva hubiera sido 3,54 por ciento menor a lo observado.	Imputación de efectos agregados mediante elasticidad PBI-empleo.	2020-2022.

La literatura existente sobre los efectos del Programa Reactiva Perú en el empleo revela una variedad de enfoques y resultados que, en conjunto, ofrecen una visión integral de su impacto. Acurio et al. (2023) abordan esta cuestión mediante diversos métodos, destacando en su análisis principal un modelo que explica el crecimiento del empleo en las empresas, medido a nivel de región e institución financiera. Utilizan registros administrativos de empleo provenientes de la planilla electrónica, elaborados mensualmente por la SUNAT, combinados con datos de créditos otorgados a empresas según el RCC. Sus hallazgos muestran un efecto positivo del programa en el empleo, estimando que un aumento del 1 por ciento en los préstamos de Reactiva incrementó el empleo de las microempresas en un 0,4 por ciento, con un impacto menor en empresas más grandes. Este resultado se refuerza con un modelo de doble diferencia, donde la variable explicativa es el logaritmo del empleo, revelando que Reactiva elevó el empleo en un 4,1 por ciento, 3,9 por ciento y 3,6 por ciento en mayo, junio y diciembre de 2020, respectivamente. Sin embargo, el periodo de análisis, que abarca de marzo a diciembre de 2020 captura únicamente los efectos iniciales del programa.

En una línea similar, Casavilca y Sarmiento (2024) emplean datos comparables a los de Acurio et al. (2023) y aplican un modelo de doble diferencia para evaluar el impacto de Reactiva tras su implementación. Sus datos, de periodicidad mensual, cubren desde enero de 2018 hasta diciembre de 2022, incluyendo un año y medio previo al programa. En este caso, las variables a explicar son el rango de empleo y el rango de ventas, definidos por los deciles de estas categorías en cada sector económico (según la clasificación CIIU a cuatro dígitos). Los resultados indican que Reactiva permitió a las empresas beneficiarias ascender aproximadamente 0,6 deciles en el ranking de empleo, sugiriendo un efecto positivo del programa en este ámbito.

Por otro lado, Kamiche et al. (2024) adoptan un enfoque agregado con la metodología *Growth at Risk*, basada en relaciones macroeconómicas y proyecciones de datos agregados. Este método examina la relación entre el crédito con y sin Reactiva, evaluando su contribución a la actividad económica a través de los cambios en el mercado crediticio. Los efectos en el PBI se trasladan al empleo mediante una elasticidad empleo-PBI estimada en 0,34. Entre sus conclusiones, destacan que, sin Reactiva, el empleo en 2020 habría sido un 3,54 por ciento menor, lo que equivale a evitar la pérdida de 527 mil puestos de trabajo. Aunque este enfoque ofrece un marco útil para entender los efectos agregados, su dependencia en supuestos macroeconómicos podría limitar su capacidad para reflejar impactos microeconómicos, especialmente en el contexto de la pandemia.

Acurio y Tomarchio (2025), en cambio, optan por un enfoque de regresión discontinua, utilizando como umbral la condición de elegibilidad de Reactiva, que exige que las empresas tengan más del 90 por ciento de sus créditos vigentes con calificación normal o con problemas potenciales. Con datos de la planilla electrónica y el padrón RUC, encuentran efectos positivos significativos en el empleo, aunque los impactos en las ventas resultan poco significativos. Este análisis, sin embargo, no captura plenamente el impacto macroeconómico del programa, ya que no considera el efecto de haber prevenido quiebras en la cadena de pagos, un factor que podría haber amplificado los beneficios en las ventas.

Finalmente, Céspedes y Gonzales (2025) evalúan los efectos de Reactiva en el empleo con un enfoque basado en datos administrativos a nivel empresarial, provenientes de la integración de registros de empleo y ventas de la SUNAT con datos crediticios de la SBS. Su metodología, centrada en un estimador de doble diferencia para el periodo 2017-2022, incorpora efectos fijos interactuados con el tiempo a nivel de empresas, como tamaño, sector, ubicación y antigüedad. Este enfoque permite identificar con mayor precisión el impacto del programa, considerando la heterogeneidad del tejido empresarial. Este rigor metodológico permite aislar los efectos del programa, destacando su contribución positiva al empleo formal, respaldada por la riqueza de los datos de la Planilla Electrónica y el registro de ventas, considerados la fuente más completa sobre empleo y ventas a nivel empresarial en el país.

En suma, estos estudios coinciden en que Reactiva Perú tuvo un efecto positivo en la preservación del empleo, aunque con diferencias en magnitud y metodología. Sin embargo, persisten desafíos para medir su impacto en otros aspectos clave, como las ventas y la sostenibilidad de las empresas en el largo plazo.

Cuadro 5-11: Efectos de Reactiva en empleo

(Estimador de doble diferencia)

	Total	Micro	Pequeña	Mediana y grande
Reactiva(it) x 1[t>2019]	0,106 *	0,071 *	0,122 *	0,086 *
	(0,008)	(0,004)	(0,014)	(0,021)
Efectos fijos: Empresa, sector, tamaño, edad y año				
Número de observaciones	283 208	97 306	140 635	45 267
R cuadrado ajustado	0,93	0,78	0,88	0,96
Prob > F	0	0	0	0

Nota: Estimador con datos panel de 6 periodos. Error estándar entre paréntesis.

* Altamente significativo al 99 de significancia. El tamaño de empresa se define según los criterios legales vigentes.

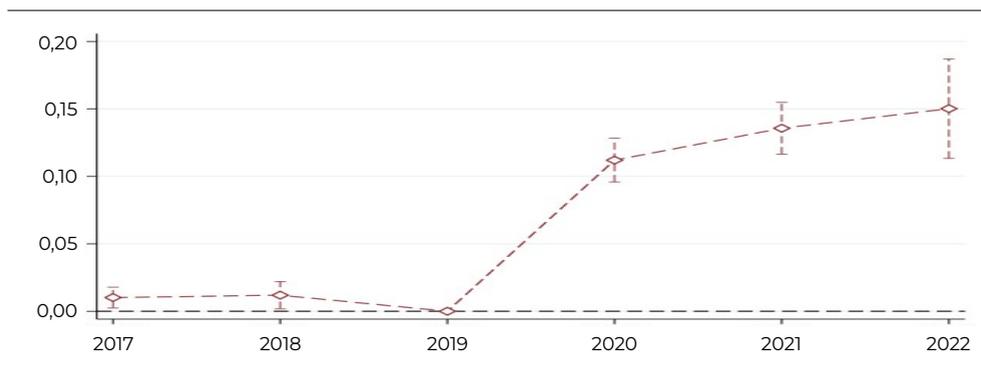
Fuente: Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

En promedio, el Programa Reactiva ha tenido un efecto positivo sobre el empleo. Este efecto se refleja en los coeficientes presentados en el Cuadro 5-11, que se interpretan de la siguiente manera: tras la implementación del programa, el empleo en las empresas que accedieron a los créditos fue un 10,6 por ciento mayor en comparación con aquellas que no participaron. Considerando el contexto de la pandemia, este resultado sugiere que las empresas que no accedieron a Reactiva redujeron su empleo en mayor medida que las que sí lo utilizaron. Los efectos sobre el empleo pueden atribuirse a las características del programa, que, al proporcionar liquidez a las empresas, les permitió financiar actividades operativas esenciales, como la conservación del empleo.

Un aspecto destacado es que los efectos de Reactiva sobre el empleo se intensificaron en los años posteriores a 2020. Al estimar los componentes dinámicos del estimador de doble diferencia, mediante un análisis de eventos, se observa que los impactos de Reactiva fueron mayores en 2021 y 2022 que, en 2020, como se muestra en el Gráfico 5-2. Este resultado sugiere que los efectos del programa en el empleo han sido duraderos.

Gráfico 5-2: Efectos de Reactiva en empleo

(Estimador de doble diferencia)



Nota: estimador con datos panel de 6 periodos. Estimador de estudio de eventos que toma como base el año 2019 (coeficiente de 2019 = 0).

Fuente: Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

- **Efectos según tamaño de empresa**

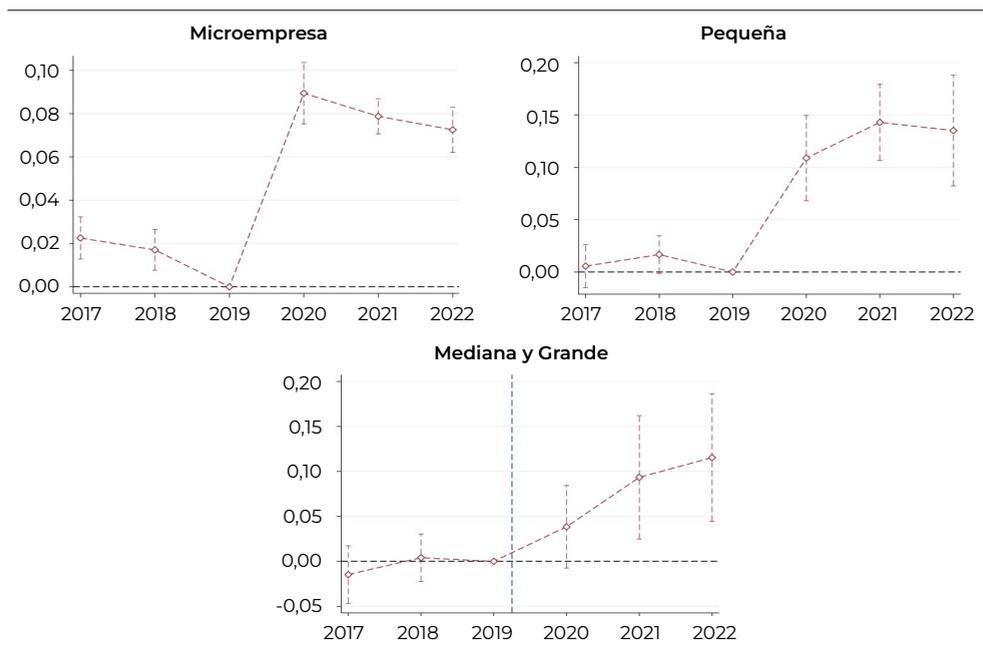
El programa fue diseñado para canalizar la liquidez y el crédito a través del sistema financiero. Debido a su mayor riesgo crediticio, las empresas más pequeñas tenían una mayor probabilidad de enfrentar una contracción crediticia. Por esta razón, los segmentos más vulnerables, en particular las MYPE, recibieron una garantía más elevada por parte del Gobierno. Posteriormente, con modificaciones en la reglamentación, el Gobierno asumió un mayor riesgo, al flexibilizar los requisitos de acceso al programa. Esto permitió la inclusión de empresas sin información de ventas, predominantemente microempresas.

En términos de empleo, el programa tuvo un impacto más significativo en las pequeñas empresas. En este grupo, los recursos de Reactiva Perú se destinaron exclusivamente a cubrir gastos corrientes, como el pago a proveedores y factores de producción. Gracias a esta asignación, las pequeñas empresas, que recibieron una proporción relativamente mayor de los recursos, lograron mantener un mayor número de empleos activos.

En el caso de las microempresas, el impacto más significativo del Programa Reactiva se observó en su primer año de implementación, mientras que en los años siguientes tendió a disminuir (ver Gráfico 5-3). En contraste, en las empresas medianas y grandes, el efecto fue más pronunciado después de 2020.

Gráfico 5-3: Efectos de Reactiva en empleo según tamaño de empresa

(Estimador de doble diferencia)



Nota: Se presenta el estimador de doble diferencias dinámico cuando la variable resultado es el número de trabajadores (en logaritmos). Estimador de estudio de eventos que toma como base el año 2019 (coeficiente de 2019 = 0). Microempresa es con ventas menores a 150 UITs al año, pequeña tienen ventas entre 150 y 1 700 UIT, y empresas medianas y grande tienen ventas mayores a 1 700 UIT.

Fuente. Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

Estos hallazgos sugieren que, en sus primeros años, Reactiva tuvo un impacto más fuerte en las microempresas. Esto se debe al canal de transmisión del programa, que priorizó de manera masiva a las empresas más pequeñas, facilitando su acceso y uso efectivo de los recursos.

- **Efecto según sector económico**

El impacto del Programa Reactiva varió según el sector económico. Para evaluar estos efectos se estimó un modelo de doble diferencia para cada sector. Los coeficientes que representan los efectos estimados por rubro económico se presentan en el Cuadro 512 y tienen una interpretación similar a los efectos promedios anteriormente mencionados. Por ejemplo, en el sector comercio, el empleo creció un 13,3 por ciento más en las empresas que accedieron a los créditos de Reactiva, en comparación con aquellas que no participaron de este programa.

El impacto de Reactiva sobre el empleo es heterogéneo, aunque es positivo y significativo en la mayoría de los sectores económicos, tal como se muestra en el Cuadro 512. Esta variabilidad de efectos puede atribuirse a la naturaleza del programa, a las características de cada rubro, y a la capacidad de las empresas para influir en el empleo utilizando los recursos proporcionados por Reactiva. Cabe destacar que las empresas podían destinar estos fondos directamente a mantener puestos de trabajo, un efecto que se espera sea visible en la mayoría de los sectores.

Cuadro 5-12: Efectos de Reactiva en empleo según sector económico

(Estimador de doble diferencia)

	Agro	Comercio	Construcción	Electricidad, gas y agua	Manufactura	Servicios financieros	Minería	Servicios	Pesca
Reactiva(it) x 1[t>2019]	0,163 *	0,133 *	0,164 *	0,196 *	0,127 *	0,025	0,159 *	0,108 *	0,131 *
	(0,055)	(0,023)	(0,038)	(0,029)	(0,025)	(0,017)	(0,045)	(0,011)	(0,039)
Efectos fijos: Empresa, sector, tamaño, edad y año									
Número de observaciones	5 776	98 414	14 284	874	41 023	1101	1 858	124 496	920
R cuadrado ajustado	0,96	0,93	0,86	0,96	0,95	0,98	0,97	0,93	0,96
Prob > F	0,09	0,03	0,04	0,02	0,03	0,28	0,07	0,01	0,08

Nota: Estimador con datos panel de 6 períodos en cada sector económico. Error estándar entre paréntesis.

* Altamente significativo al 99 de significancia. El tamaño de empresa se define según los criterios legales vigentes. Fuente: Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

5.3 Impacto en ventas

El impacto del Programa Reactiva en las empresas peruanas durante la pandemia de COVID-19, puede analizarse a través de la dinámica de las ventas, según su acceso

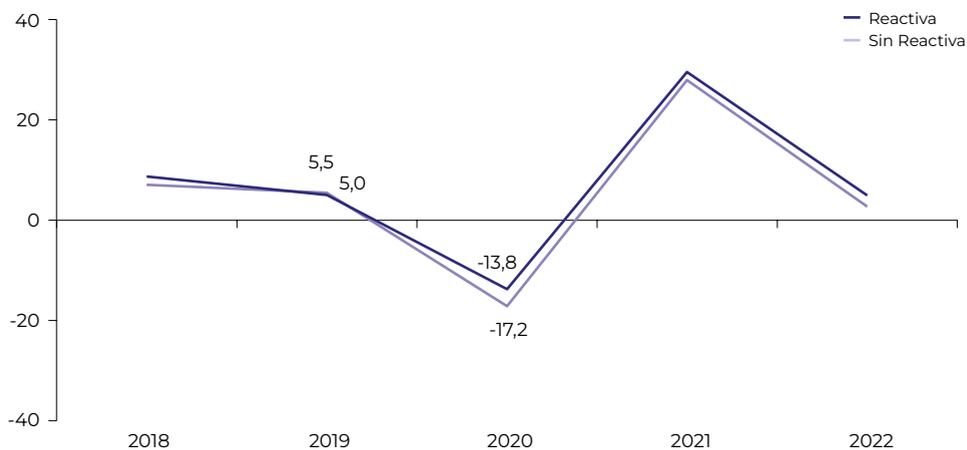
al programa. Para este análisis, se utilizan datos de las ventas anuales de las empresas formales que declaran el impuesto a la renta, bajo el régimen general ante la SUNAT. Dentro de este grupo, se determina su participación en el mercado crediticio a través del RCC. Además, se determina qué empresas accedieron a créditos de Reactiva mediante su RUC y los registros administrativos del programa.

Para analizar la evolución de las ventas, se considera el ingreso total anual por ventas en términos reales, información que las empresas declaran a la SUNAT como parte de su declaración del impuesto a la renta anual. En 2020, debido al fuerte impacto de la pandemia, el crecimiento de las ventas cayó drásticamente, pasando en promedio de un 3 por ciento en 2019 a un -14 por ciento en 2020.

Un aspecto destacado es que, en 2020, las empresas que accedieron al Programa Reactiva Perú sufrieron una menor caída en sus ventas en comparación con aquellas que, pese a ser elegibles, no lo utilizaron. Específicamente, las empresas que utilizaron el crédito Reactiva experimentaron una reducción en el crecimiento de sus ventas, pasando de un 5 por ciento en 2019 a -14 por ciento en 2020, como se muestra en el Gráfico 5-4. En contraste, las empresas elegibles que no accedieron al programa enfrentaron una contracción aún mayor, con una caída de 5 por ciento en 2019 a un -17 por ciento en 2020.

Estos resultados resaltan el papel clave del crédito y, en particular, del Programa Reactiva en la mitigación del impacto de la pandemia sobre las ventas de las empresas formales en 2020. No obstante, es importante señalar que la influencia macroeconómica del programa no puede ser cuantificada por completo, ya que no se considera el efecto de haber evitado la ruptura de la cadena de pagos y, por ende, su efecto positivo total en las ventas de las empresas.

Gráfico 5-4: Variación porcentual de ventas anuales totales de las empresas según acceso al Programa Reactiva

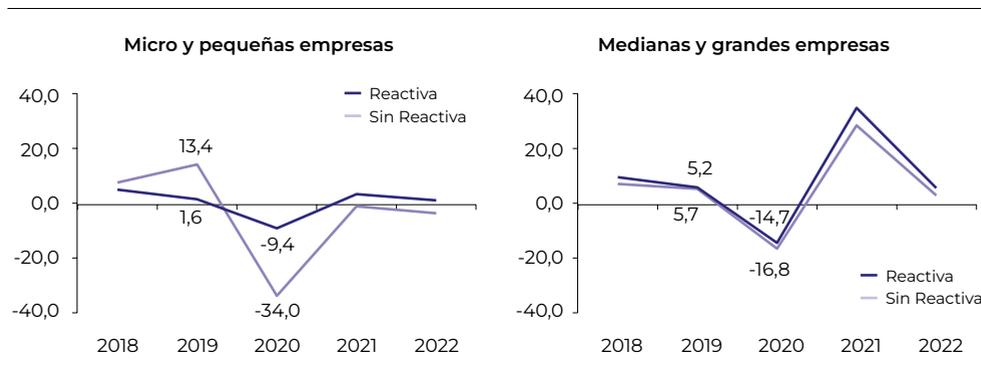


Nota: Se muestra la variación porcentual de las ventas totales para las empresas que tienen crédito por el Programa Reactiva, y para las empresas con crédito en 2019 que podrían ser elegibles para Reactiva. Muestra panel de empresas 2017-2022. Fuente: SUNAT.

Es importante destacar que estos resultados se refieren a las ventas anuales y no capturan la dinámica mensual de las ventas. Los efectos más severos de la pandemia se concentraron en los primeros meses, cuando se decretaron medidas de confinamiento, que afectaron la actividad económica de las empresas en los meses siguientes. Aunque los datos anuales disponibles no reflejan plenamente los efectos inmediatos de la pandemia y del Programa Reactiva a nivel mensual, estos sí permiten caracterizar la importancia del crédito Reactiva en la suavización de la caída de ventas en las empresas peruanas durante la pandemia.

Al desagregar los datos por tamaño de empresa, las tendencias de ventas en 2020 son similares entre las empresas que accedieron al programa y las que no. No obstante, se resalta la mayor importancia del Programa Reactiva entre las micro y pequeñas empresas, donde la reducción de ventas fue más moderada, en comparación con las empresas que no accedieron al programa pudiéndolo hacer (ver Gráfico 5-5).

Gráfico 5-5: Variación porcentual de ventas anuales totales de las empresas según acceso al Programa Reactiva y tamaño de empresa



Nota: Se muestra la variación porcentual de las ventas totales para las empresas que tienen crédito por el Programa Reactiva, y para las empresas con crédito en 2019 que podrían ser elegibles para Reactiva. Muestra panel de empresas 2017-2022. Fuente: SUNAT.

Asimismo, el acceso a la liquidez proporcionada por el Programa Reactiva Perú permitió a muchas empresas mantener sus operaciones, en particular, las MYPE se beneficiaron significativamente. Al tener acceso a capital de trabajo, muchas de estas empresas pudieron mantener sus niveles de ventas o, incluso, incrementarlas una vez que las restricciones se levantaron parcialmente.

- **Impacto en las ventas a nivel de empresas**

Diversos estudios han documentado formalmente el efecto de Reactiva en las ventas de las empresas peruanas, reportando resultados mixtos. Kamiche et al. (2024) y Casavilca y Sarmiento (2024) concluyen que el efecto no es significativo, mientras que Céspedes y Gonzales (2025) encuentran un impacto positivo y significativo. Estas diferencias pueden deberse a la metodología empleada y al alcance de la información

utilizada en cada investigación. En particular, el estudio de Céspedes y Gonzales (2025) se basa en datos con una cobertura más amplia a nivel nacional.

Por su parte, Casavilca y Sarmiento (2024) utilizan datos del padrón RUC y emplean un modelo de doble diferencia para estimar el efecto de Reactiva en el rango de ventas. Adicionalmente, en este documento, la variable a explicar es el rango de las ventas, el cual se define por los deciles de ventas en cada sector económico. El estudio muestra que el Programa Reactiva tiene efectos no significativos en el rango de ventas.

Céspedes y Gonzales (2025) analizan el impacto de Reactiva en las ventas empresariales utilizando un modelo de doble diferencias y datos panel de empresas acogidas al régimen general del impuesto a la renta, según información de la SUNAT. Es decir, el universo de empresas formales. El modelo se estimó empleando una muestra panel balanceada de seis periodos, que abarca desde 2017 hasta 2022, e incluye empresas que reportaron, de manera consecutiva, sus ventas, empleo y capital durante estos seis años.

Los resultados indican que Reactiva tuvo un efecto positivo en las ventas: en promedio, las empresas beneficiadas registraron un 11,3 por ciento más ventas en comparación con aquellas que no accedieron al programa¹⁰². Dado el fuerte impacto de la pandemia, este hallazgo sugiere que Reactiva ayudó a mitigar la caída en las ventas con mayor efectividad para las empresas que lo utilizaron. Este resultado corresponde al estimador de doble diferencia que se muestra en el Cuadro 5-13.

Cuadro 5-13: Efectos de Reactiva en ventas

(Estimador de doble diferencia)

	Total	Micro	Pequeña	Mediana y grande
Reactiva(it) x 1[t>2019]	0,113 *	0,090 *	0,113 *	0,084 *
	(0,017)	(0,015)	(0,017)	(0,017)
Efectos fijos: Empresa, sector, tamaño, edad y año				
Número de observaciones	283 208	97 306	140 635	45 267
R cuadrado ajustado	0,92	0,58	0,73	0,93
Prob > F	0,00	0,00	0,00	0,00

Nota: estimador con datos panel de 6 periodos. Error estándar entre paréntesis.

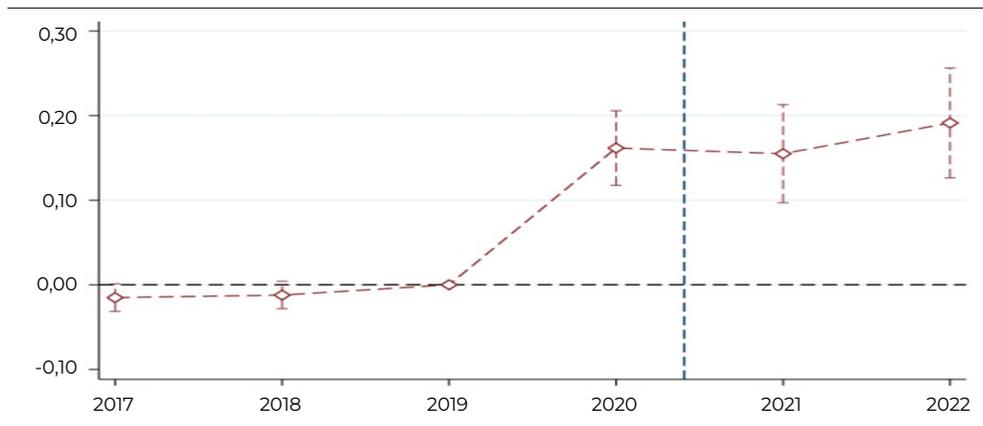
* Altamente significativo al 99 de significancia. El tamaño de empresa se define según los criterios legales vigentes. Fuente. Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

Al estimar los componentes dinámicos del estimador de doble diferencia, mediante un análisis de eventos, se observa que el programa tuvo efectos similares en las ventas durante 2020 y 2021 como se muestra en el Gráfico 5-6. Cabe señalar que Reactiva Perú flexibilizó sus requisitos, con el objetivo de incorporar a más empresas de los segmentos que estaban expuestos a un mayor riesgo como son las micro y pequeñas empresas.

102 Este valor corresponde al modelo solo con el término de interacción entre el tratamiento y la fecha de introducción del programa. El coeficiente de este término corresponde al efecto promedio del programa Reactiva que se muestra en los cuadros.

Gráfico 5-6: Efectos de Reactiva en ventas

(Estimador de doble diferencia)



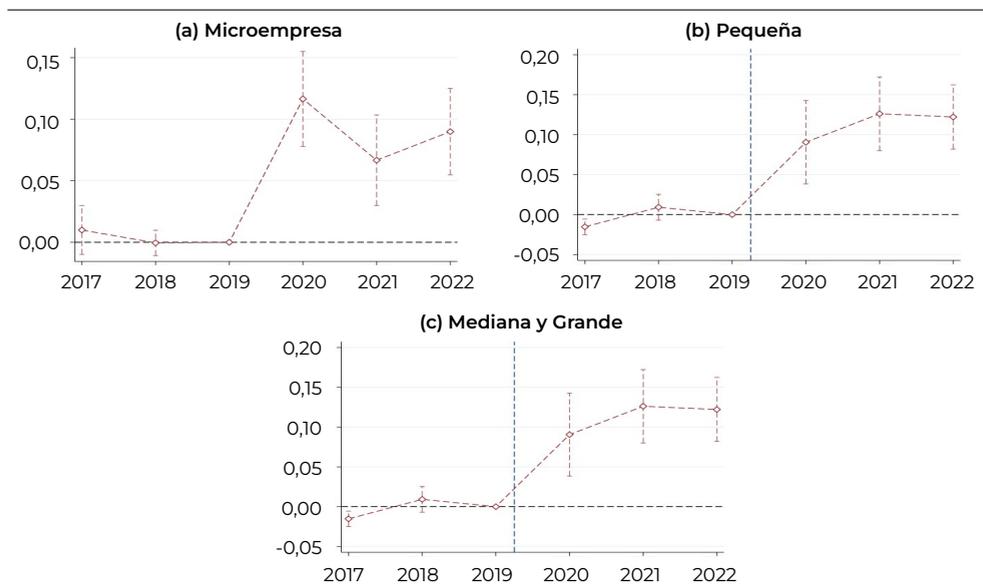
Nota: estimador con datos panel de 6 periodos. Estimador de estudio de eventos que toma como base el año 2019 (coeficiente de 2019 = 0).

Fuente. Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

El Programa Reactiva tuvo una alta concentración en las empresas pequeñas: En línea con esto, la evaluación del programa según tamaño de empresa muestra que su impacto fue mayor en las micro y pequeñas empresas, como se observa en el Gráfico 5-7.

Gráfico 5-7: Efectos de Reactiva en ventas según tamaño de empresa

(Estimador de doble diferencia)



Nota: Se presenta el estimador de doble diferencias dinámico cuando la variable resultado es ventas anuales (en logaritmos). Estimador de estudio de eventos que toma como base el año 2019 (coeficiente de 2019 = 0). Microempresa es con ventas menores a 150 UIT al año, pequeña tienen ventas entre 150 y 1 700 UIT, y empresas medianas y grande tienen ventas mayores a 1 700 UIT. Fuente. Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

Este mayor efecto en las empresas de menor tamaño se explica por el monto del crédito recibido: en términos relativos, el financiamiento otorgado representó una proporción más alta de sus ventas en comparación con las empresas grandes. Esto se debe a que los montos máximos del crédito Reactiva correspondían solo a una pequeña fracción de las ventas de las empresas grandes, mientras que, en las más pequeñas, el crédito cubría una proporción significativamente mayor.

- **Efecto según sector económico**

Con el Programa Reactiva se colocaron créditos en los diversos sectores económicos: entre las empresas que declararon ventas a la SUNAT, el mayor número de empresas con este programa corresponde a los rubros comercio y manufactura. Al desagregar los efectos de este programa en las ventas, según actividades económicas, —y aplicando la metodología de doble diferencia— se encuentra impactos heterogéneos y significativos en algunos sectores, que están representados por los coeficientes en el Cuadro 5-14. Estos coeficientes se interpretan de forma similar al caso promedio, pero son específicos a cada rubro. Por ejemplo, en comercio, la variación de las ventas en este sector, luego de implementarse Reactiva, fue 22 por ciento mayor entre las empresas que accedieron a los créditos del programa, en comparación a las que no participaron.

Se destaca que el mayor efecto se encuentra en las actividades de comercio, manufactura, servicios y construcción, mientras que los efectos son no significativos o son muy pequeños en los sectores de servicios financieros, pesca, y electricidad, gas y agua. Cabe mencionar que la significancia se evalúa a través del cumplimiento de las tendencias paralelas antes del programa, y este supuesto se cumple únicamente en algunos rubros mencionados.

Cuadro 5-14: Efectos de Reactiva en ventas según sector económico

(Estimador de doble diferencia)

	Agro	Comercio	Construcción	Electricidad, gas y agua	Manufactura	Servicios financieros	Minería	Servicios	Pesca
Reactiva(it) x 1[t>2019]	0,10 *	0,22 *	0,13 *	0,05	0,16 *	-0,02	0,13 *	0,15 *	0,14
	(.051)	(.033)	(.042)	(.031)	(.048)	(.059)	(.056)	(.011)	(.092)
Efectos fijos: Empresa, sector, tamaño, edad y año									
Número de observaciones	5 776	98 414	14 284	874	41 023	1 101	1 858	124 496	920
R cuadrado ajustado	0,94	0,95	0,86	0,96	0,95	0,96	0,96	0,91	0,92
Prob > F	0,17	0,02	0,08	0,24	0,07	0,75	0,14	0,00	0,26

Nota: Estimador con datos panel de 6 periodos en cada sector económico. Error estándar entre paréntesis.

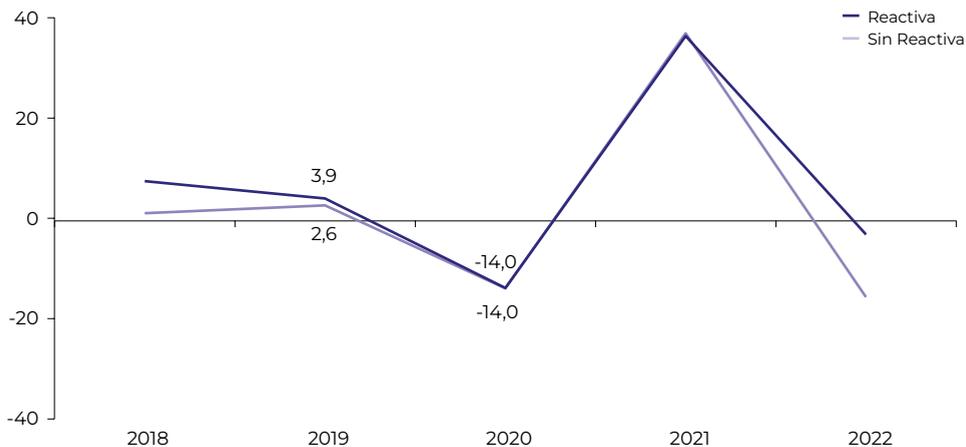
* Altamente significativo al 99 de significancia. El tamaño de empresa se define según los criterios legales vigentes. Fuente. Cálculos en base a datos de SUNAT y RCC.

5.4 Impacto sobre rentabilidad de las empresas

La pandemia de COVID-19 también afectó significativamente la rentabilidad empresarial. Sin embargo, la evidencia sobre la importancia del Programa Reactiva para mitigar la caída de las utilidades empresariales es escasa. Para analizar este aspecto, Céspedes y Gonzales (2025) utilizan como indicador de rentabilidad al margen bruto del ejercicio, indicador que se calcula restando el costo de ventas del ingreso total por ventas. Este margen refleja la diferencia entre las ventas del ejercicio, y los costos directamente asociados con la producción y venta de productos o servicios.

Si bien se ha demostrado que las ventas totales fueron positivamente influenciadas por el Programa Reactiva, para que este efecto se refleje en las utilidades, es necesario considerar el impacto potencial del programa en los costos de ventas. Al respecto, es razonable suponer que este costo también fue afectado, dado que el programa tuvo una cobertura nacional, y alcanzó un alto porcentaje de empresas peruanas. Por lo tanto, es plausible que el costo de ventas se haya visto influenciado por el programa, tanto de manera directa, en empresas proveedoras que utilizaron Reactiva, como indirectamente, al mantener la cadena de pagos y contribuir positivamente al entorno macroeconómico.

Gráfico 5-8: Variación porcentual del margen bruto anual de las empresas según acceso al Programa Reactiva



Nota: Se muestra la variación porcentual del margen bruto para las empresas que tienen crédito por el Programa Reactiva, y para las empresas con crédito en 2019, que podrían ser elegibles para Reactiva. Muestra panel de empresas 2017-2022. Fuente: SUNAT.

El margen bruto se calcula a nivel empresarial, utilizando los datos de todas las empresas que declaran impuestos a la SUNAT bajo el régimen general, y se agrega a nivel de todas las empresas. Este análisis incluye únicamente a las empresas que declaran tanto las ventas como el costo de ventas. Además, se mantiene el criterio de

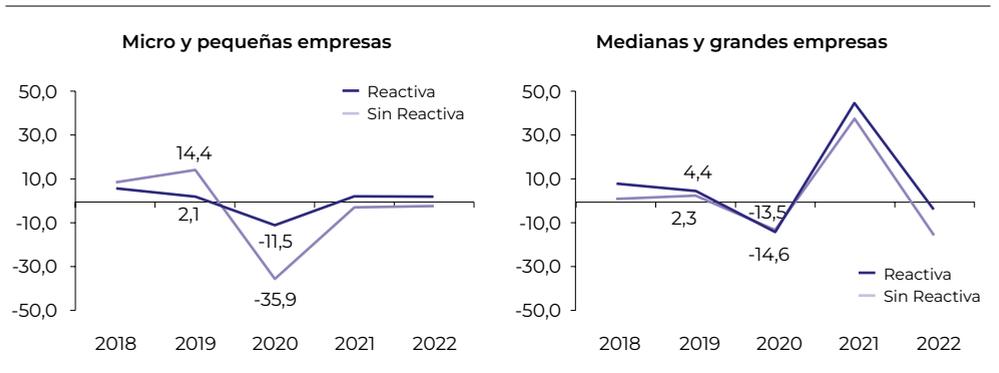
elegibilidad para Reactiva en 2019, es decir, se consideran solo aquellas empresas que eran elegibles para el programa en ese año.

En términos agregados, utilizando los datos de todas las empresas que declararon impuesto a la renta bajo el régimen general a la SUNAT, el margen de operaciones agregado del ejercicio se habría reducido en 0,4 por ciento en 2020, habiendo reportado un incremento de 9,6 por ciento en 2019. Es importante destacar que la reducción del margen bruto fue menor que la disminución de las ventas totales, lo que se atribuye a un mayor descenso en los costos de ventas experimentado por las empresas en 2020.

Asimismo, se observa que la reducción del margen bruto fue similar tanto para las empresas que utilizaron el Programa Reactiva como para aquellas que eran elegibles para el mismo. En ambos casos, el margen bruto disminuyó de un crecimiento aproximado del 4 por ciento en 2019 a una contracción del 14 por ciento en 2020 (ver Gráfico 5-8).

Cuando se desagrega por tamaño de empresa, se observa que el margen bruto permitió que las micro y pequeñas empresas experimentaran una evolución más moderada de lo que hubiera sido posible en ausencia del crédito Reactiva. En contraste, entre las grandes empresas, tanto aquellas que participaron en el Programa Reactiva como las que no lo hicieron, mostraron un desempeño similar en términos de margen bruto (ver Gráfico 5-9). Estos resultados sugieren que las micro y pequeñas empresas aprovecharon mejor el Programa Reactiva para mitigar los efectos de la pandemia en sus operaciones. Este hallazgo es coherente con la evidencia presentada, anteriormente, que indica que el Programa Reactiva tuvo un impacto más significativo en las pequeñas y medianas empresas, que fueron las que recibieron una mayor concentración relativa de estos créditos.

Gráfico 5-9: Variación porcentual del margen bruto anual de las empresas según acceso al Programa Reactiva y tamaño de empresa



Nota: se muestra la variación porcentual de las ventas totales para las empresas que tienen crédito por el Programa Reactiva y para las empresas con crédito en 2019 que podrían ser elegibles para Reactiva. Muestra panel de empresas 2017-2022. Fuente: SUNAT.

5.5 Estudios de casos particulares

Esta sección analiza casos específicos del uso del Programa Reactiva en empresas individuales o grupos de empresas, basándose en 50 tesis universitarias que describen y evalúan los efectos de los préstamos otorgados por el programa¹⁰³. A pesar de que estos estudios adoptan un enfoque observacional en lugar de un método causal experimental, sus conclusiones coinciden en que Reactiva tuvo un impacto positivo en la salud financiera de las empresas analizadas. En este sentido, se puede inferir que, sin acceso a estos fondos, dichas empresas habrían enfrentado un nivel de estrés financiero aún mayor.

Dado que analizan casos específicos, estas tesis adoptan un enfoque principalmente contable y financiero. El conjunto de estos documentos proviene de facultades de ciencias empresariales, administración, negocios, economía y disciplinas afines en diversas universidades.

Las tesis tienen diversos enfoques; por ejemplo, en algunas de ellas se evalúan los estados financieros anteriores y posteriores a marzo 2020 para cuantificar los cambios asociados a los préstamos de Reactiva. Otras en cambio, cuantifican los ratios financieros como el de liquidez o apalancamiento. Algunos estudios no utilizan datos específicos de las empresas, pero realizan encuestas a trabajadores y personal directivo sobre distintos aspectos del Programa Reactiva en sus respectivas empresas.

En el Gráfico 5-10 se observa una red de coocurrencia¹⁰⁴ de palabras centrada en el vocablo *liquidez*, obtenida a partir de los resúmenes y conclusiones de las 50 tesis analizadas. Las redes de coocurrencias se obtienen a partir de cuantificar la probabilidad de que una palabra clave aparezca junta a otro término, en cada resumen o conclusión. Mientras se use más comúnmente una palabra en compañía de otra en un mismo conjunto de documentos, habrá más conexiones en la red mostrada en el gráfico, y por ello, las líneas conectoras serán más gruesas.

Por ejemplo, se observa que la palabra *liquidez* está bastante relacionada con los términos: *COVID-19*, *empresas*, *obligaciones*, *Programa Reactiva*, *préstamo*, *corto plazo*. A su vez, la expresión *corto plazo* está estrechamente relacionada a la palabra *pagos*. Esto muestra que, en los casos analizados, las empresas estaban viviendo una situación de necesidad de liquidez para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo, y que confiaban en que el Programa Reactiva podía ser un paliativo a sus problemas financieros.

También se aprecia que el término *obligaciones* está fuertemente relacionado a la palabra *empresa* y también a *trabajadores*. Entonces esta es otra preocupación que tenían las empresas en cuestión, así como las empresas en general, durante los primeros meses de la pandemia y concuerda con los efectos de Reactiva en el empleo vistos en este capítulo.

103 Las tesis están listadas en el Anexo I, al final de este libro.

104 Una coocurrencia se refiere a la utilización conjunta de dos palabras en un documento. Existe la suposición de que los términos son mutuamente dependientes cuando su utilización conjunta es muy común.

Cuadro 5-15: Estadísticos varios de las empresas estudiadas en las tesis por porcentaje de garantía de los préstamos

Porcentaje de garantía	Número de firmas	Número de trabajadores		Monto de préstamos en S/		Edad en años	
		Promedio	Mediana	Promedio	Mediana	Promedio	Mediana
80	1	98	98	9 950 000	9 950 000	22	22
90	16	26	16	1 784 566	1 157 469	15	12
95	46	9	5	303 972	285 183	10	9
98	57	3	2	33 562	27 509	11	9

Fuente: MEF, DatosPeru.com.

Finalmente, el 60 por ciento de las tesis analizadas (ver Cuadro 5-16) se centra en empresas del sector de hoteles y restaurantes, uno de los más impactados por las medidas de confinamiento y las restricciones de movilidad implementadas para enfrentar la pandemia.

Cuadro 5-16: Préstamos otorgados por sector

Etiquetas de fila	Cuenta de sector
Hoteles y restaurantes	73
Industria manufacturera	28
Comercio	10
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	5
Actividades inmobiliarias, empresariales y alquileres	3
Servicios sociales y de salud	1
Total general	120

Fuente: MEF.

En conclusión, las 50 tesis analizadas —que cubren 120 empresas identificadas con nombre y RUC—, muestran principalmente que el Programa Reactiva sirvió para aliviar las necesidades de liquidez (capital de trabajo) de las empresas; en un entorno donde existía la imperiosa necesidad de atender a las obligaciones de corto plazo, principalmente, el pago de sueldos y salarios a los trabajadores.

Asimismo, se corrobora que los préstamos de Reactiva, con mayores porcentajes de garantía, se dirigieron a las empresas más riesgosas, más pequeñas, más jóvenes y las que solicitaron préstamos pequeños.

Finalmente, la mayoría de las empresas analizadas en las tesis pertenecen al sector de hoteles y restaurantes, el rubro más afectado durante la pandemia.

PERCEPCIÓN SOBRE EL PROGRAMA REACTIVA PERÚ

Este capítulo analiza las principales observaciones sobre la implementación y los resultados del Programa Reactiva Perú. Se enfoca en los ajustes introducidos para ampliar el acceso al crédito de las empresas más expuestas al riesgo, debido a las medidas de lucha contra la pandemia. También se evalúa la eficiencia del mecanismo de subastas, el apoyo a sectores afectados —como el turismo y otros sectores vulnerables como los servicios—, y los filtros aplicados para garantizar la transparencia en la asignación de fondos. Asimismo, se presentan las opiniones de organismos internacionales, bancos de inversión y agencias calificadoras de riesgo, quienes reconocen al programa como una de las medidas más destacadas en la respuesta económica a la emergencia sanitaria. Finalmente, se aborda la percepción de la opinión pública sobre las medidas implementadas, evaluando el sentimiento y tono de las noticias relacionadas con el programa, así como las diferencias en el enfoque informativo entre los principales medios de comunicación, lo que revela la heterogeneidad en la transmisión de la información y su influencia en la formación de la opinión pública.

6.1 Principales observaciones al programa

- **Acceso al crédito para las MYPE**

El Programa Reactiva Perú desempeñó un papel fundamental para garantizar la continuidad operativa de las empresas, durante la crisis provocada por la pandemia. A través de la entrega de préstamos en condiciones favorables, proporcionó un respaldo esencial a negocios de todos los tamaños, con un enfoque especial en las micro, pequeñas y medianas empresas. Estas, al ser las más vulnerables, resultaron particularmente golpeadas por las consecuencias económicas de la emergencia sanitaria.

Concebido como una inyección masiva de liquidez, el programa facilitó la entrega de préstamos en condiciones preferenciales a las empresas que cumplían determinados requisitos. Según el Cuadro 4-1, se desembolsaron un total de S/ 58 mil millones en créditos, de los cuales el 43 por ciento (S/ 25 mil millones) se destinó a micro y pequeñas empresas, mientras que el 41 por ciento (S/ 24 mil millones) benefició a medianas empresas. En conjunto, el 84 por ciento del total de los créditos otorgados por

el programa estuvo dirigido a empresas de menor tamaño, mientras que el 16 por ciento se asignó a grandes empresas y corporaciones.

Este respaldo hizo posible que un amplio grupo de empresas pudiera sostener sus actividades en medio de fuertes limitaciones económicas, subrayando la importancia del Programa Reactiva Perú como un instrumento esencial para evitar la ruptura de la cadena de pagos. Además del volumen de los préstamos concedidos, el programa tuvo un impacto notable por su alcance, al beneficiar a una gran cantidad de empresas, en particular a las de menor tamaño.

Durante la primera fase del programa, las primeras empresas en acceder fueron aquellas que ya formaban parte de las carteras de las entidades financieras y contaban con un historial crediticio sólido, en su mayoría grandes y formalmente constituidas. Esto se debió a que las entidades financieras priorizaron otorgar financiamiento a clientes con antecedentes financieros favorables y con historial crediticio en la misma institución. Como resultado, el acceso fue más limitado para empresas sin historial de crédito o sin documentación formal de ventas, especialmente aquellas en el sector informal. Sin embargo, con el objetivo de ampliar la cobertura del programa, se implementaron flexibilizaciones en los requisitos de acceso, lo que permitió una mayor participación de las MYPE en Reactiva Perú.

Una vez puesto en marcha el programa, se realizaron modificaciones y ajustes con el objetivo de ampliar su alcance y facilitar el acceso al crédito, especialmente para las empresas de menor tamaño, permitiéndoles además acceder a montos mayores (ver Recuadro 11 sobre las modificaciones implementadas durante la vigencia del Programa Reactiva Perú). Estas medidas reflejaron la decisión del Gobierno de asumir un mayor nivel de riesgo al incorporar a este segmento empresarial.

De otro lado, se adoptaron medidas para facilitar el acceso de las microempresas, como la ampliación del límite de endeudamiento, permitiendo que accedan a créditos equivalentes a dos meses de su deuda promedio en 2019, con un tope máximo de S/ 40 mil. Además, se flexibilizaron los requisitos de acceso y se elevaron los niveles de garantía por parte del Estado a este grupo de empresas.

Estas adaptaciones contribuyeron a ampliar la inclusión financiera a través del acceso al crédito y fortalecieron el impacto del programa, al asegurar que un segmento importante del tejido empresarial pudiera enfrentar los desafíos de la crisis.

Según se observa en el Cuadro 4-4, el Programa Reactiva Perú brindó créditos a un total de 501,6 mil empresas, de las cuales 483 mil fueron MYPE, lo que equivale al 96 por ciento del total de empresas que accedieron al programa. De este grupo, 391 mil MYPE (78 por ciento del total de empresas) accedieron al financiamiento a través de préstamos con DNI, como personas naturales con negocios o negocios independientes, lo que refleja un alcance significativo hacia el sector no formal.

- **Tasa de interés de los créditos para las MYPE**

La implementación del Programa Reactiva Perú permitió una reducción significativa en las tasas de interés de los créditos otorgados a las MYPE. Por ejemplo, la tasa de interés promedio para los créditos a microempresas se redujo drásticamente,

pasando de 32,6 por ciento en marzo de 2020 (antes del programa) a 3,8 por ciento en junio del mismo año (ver Gráfico 4-10). Este descenso reflejó una notable mejora en las condiciones de financiamiento desde los meses iniciales de la emergencia sanitaria.

Asimismo, las pequeñas empresas accedieron a financiamiento con tasas de interés significativamente más bajas gracias al programa. Por ejemplo, la tasa de interés promedio histórica para este segmento, entre 2011 y 2019, fue de 21,7 por ciento, mientras que en junio de 2020 disminuyó a apenas 4,3 por ciento, lo que evidencia el sustancial impacto del Programa Reactiva Perú en la mejora de las condiciones de crédito (ver Gráfico 4-10).

En el caso de las MYPE, el costo del crédito está principalmente determinado por los costos operativos y el riesgo crediticio (Choy et al., 2015). El diseño del Programa Reactiva Perú, que otorgó garantías de hasta el 98 por ciento del monto del crédito para los préstamos de menor tamaño —asociado a las microempresas—, redujo sustancialmente el componente de riesgo crediticio, lo que contribuyó a la considerable reducción de las tasas de interés para este segmento.

En contraste, para las empresas más grandes, el costo del crédito depende, en mayor medida, del costo del fondeo, dado que su riesgo crediticio es relativamente bajo. Este menor riesgo se debe a sus mejores historiales crediticios, y a las garantías que ofrecen, lo cual disminuye significativamente la probabilidad de incumplimiento: por esta razón, las tasas de interés para estas empresas suelen ser más bajas. En cambio, los préstamos de las MYPE enfrentan mayores riesgos crediticios y operativos, factores que, sin el Programa Reactiva Perú, habrían elevado sustancialmente sus costos de financiamiento.

Por otro lado, las empresas de menor tamaño fueron las que más accedieron al Programa Reactiva Perú. La garantía del 98 por ciento para los créditos dirigidos a las MYPE facilitó su acceso al financiamiento en un contexto de alta aversión al riesgo por parte de las entidades financieras. Cabe destacar que el programa no otorgó una garantía total (100 por ciento), ya que esto habría reducido significativamente los incentivos para monitorear adecuadamente a sus clientes. En ese sentido, el esquema escalonado de garantías (entre 80 y 98 por ciento) brindó un balance oportuno entre el respaldo estatal y los incentivos para que las empresas del sistema financiero monitoreen adecuadamente a sus deudores.

- **Capacidad de respuesta de las entidades financieras para el desembolso de los créditos**

Las medidas de contención implementadas para frenar la propagación del virus plantearon un desafío significativo para las entidades financieras en el proceso de desembolso de los créditos del Programa Reactiva Perú. Este reto fue particularmente complejo en el caso de las micro y pequeñas empresas, que contaban con un historial crediticio limitado y requerían verificaciones más estrictas sobre su condición de formalidad.

A pesar de estas dificultades, el diseño del programa incluyó características que facilitaron el proceso: entre ellas, destacaron las precondiciones verificables mediante información de la SUNAT y la SBS, así como criterios simples para determinar las

necesidades de financiamiento de cada empresa. Además, los ajustes introducidos al programa, como la inclusión de personas naturales con negocio —como potenciales beneficiarios—, contribuyeron a acelerar el acceso a los créditos y los desembolsos correspondientes. Es importante destacar que, gracias a las características que permitieron agilizar el proceso de concesión de créditos, Reactiva Perú se posicionó como el programa de garantía crediticia con mayor nivel de ejecución entre los países seleccionados de Europa y América (ver Recuadro 4: ¿Cómo se compara Reactiva con otros programas crediticios respaldados por garantía estatal?).

Las entidades financieras demostraron una notable capacidad de adaptación y respuesta. A medida que avanzaba el programa, el número de empresas beneficiadas creció de forma sostenida: pasó de 148 mil en julio a 321 mil en agosto, 441 mil en septiembre y alcanzó las 501 mil en diciembre de 2020. Este crecimiento reflejó no solo la eficacia del diseño del programa, sino también el compromiso de los actores involucrados por ajustar y optimizar los procesos. En conjunto, estas acciones aseguraron que el apoyo financiero alcanzara a un mayor número de empresas en un momento crítico, destacando tanto la resiliencia del sistema financiero como el impacto positivo de Reactiva Perú en la recuperación económica del país.

- **Participación de un amplio espectro de instituciones financieras**

Las operaciones de reporte del Programa Reactiva Perú se adjudicaron principalmente mediante subastas. Se utilizó un mecanismo de subasta inversa, en el cual las entidades financieras competían por acceder a los fondos del BCRP, ofreciendo las tasas de interés más bajas posibles para los créditos que otorgarían a sus clientes. El diseño de las subastas se estableció con la finalidad de maximizar el alcance y la rapidez en la distribución de recursos ante la urgencia impuesta por la crisis económica y sanitaria.

Las subastas incluyeron a todas las entidades financieras con las que el BCRP realiza operaciones monetarias, grupo que abarca tanto bancos comerciales como entidades microfinancieras. Esta estrategia permitió la participación de un amplio espectro de instituciones financieras y, como resultado de una mayor competencia, facilitó el acceso al programa a una diversidad más amplia de empresas. En total, participaron 28 entidades financieras en las subastas: 9 bancos, 7 financieras, 10 Cajas Municipales y 2 Cajas Rurales de Ahorro y Crédito.

Se utilizaron también colocaciones directas en el tramo final del programa de forma complementaria a las subastas: mediante estas, las entidades financieras podían acceder directamente a los fondos, sin necesidad de competir en subasta, bajo la condición de que cumplieran con ciertos requisitos preestablecidos. La colocación directa fue útil para garantizar que los fondos llegaran a instituciones financieras que podían tener dificultades para acceder a la liquidez a través del mecanismo de subasta. Es relevante mencionar que, bajo estos dos mecanismos, se asignaron todos los recursos que fueron demandados por las instituciones financieras, es decir, toda entidad que demandó liquidez del programa recibió dichos fondos.

Por otro lado, propuestas alternativas como segmentar las subastas —por ejemplo, separando a los bancos de las entidades microfinancieras— habrían fragmentado el

mercado financiero, reduciendo la competencia y, en consecuencia, elevando los costos del crédito para las empresas.

- **Fortalecimiento de sectores económicos más afectados por la pandemia**

El diseño de Reactiva Perú logró beneficiar, tanto directa como indirectamente, a todos los sectores de la economía, con un enfoque particular en aquellos más afectados por la pandemia debido a su alta dependencia del contacto humano y la movilidad. Los rubros como comercio, turismo, entretenimiento, servicios empresariales y transporte, que experimentaron una drástica caída en sus ingresos a causa de las medidas de contención sanitaria, encontraron en el programa un apoyo vital para garantizar su subsistencia y facilitar su recuperación.

En particular, el sector turismo, uno de los más afectados por la pandemia, registró un crecimiento interanual del crédito del 39 por ciento a diciembre de 2020, lo que permitió a muchas empresas mantenerse operativas, y proteger empleos durante los momentos más críticos. Asimismo, las empresas de los rubros comercio y servicios, por su parte, experimentaron un crecimiento en el acceso a financiamiento, alcanzando un incremento del 34 y 30 por ciento, respectivamente. Este respaldo financiero no solo ayudó a mitigar los efectos adversos inmediatos de la pandemia, sino que también facilitó la reactivación gradual de estos sectores. Cabe destacar que, sin el desembolso de los préstamos del programa, el crédito a estos sectores se hubiera contraído sustancialmente, como se muestra en el Cuadro 4-6 del Capítulo 4.

Además, el impacto de Reactiva Perú no se limitó a los sectores directamente beneficiados. La inyección de liquidez en estas actividades tuvo efectos multiplicadores sobre la economía, fortaleciendo las cadenas de suministro, y preservando la continuidad de la cadena de pagos con otros rubros. El programa ayudó a preservar el empleo, a estabilizar ingresos y a sentar las bases para la recuperación económica.

- **Refinamiento de filtros y mejoras en la integridad del programa**

En el Programa Reactiva Perú se incluyeron criterios y filtros de elegibilidad para garantizar la integridad en la asignación de créditos, y que, a su vez, permitieran proporcionar soporte financiero —rápido y eficiente— a todas las empresas afectadas por la crisis económica. Durante la primera fase del programa, se aplicaron criterios alineados con la “Ley que asegura el pago inmediato de la reparación civil a favor del Estado peruano en casos de corrupción y delitos conexos”¹⁰⁵, que prohíbe el beneficio de créditos públicos a empresas implicadas en corrupción y delitos conexos.

En la segunda fase de Reactiva, se reforzaron los mecanismos de control para excluir a empresas con casos vigentes de corrupción, reafirmando así el compromiso del programa con la transparencia y la responsabilidad. No obstante, la incorporación de filtros adicionales —que exigían más tiempo y recursos para la verificación— pudo haber generado retrasos significativos en los desembolsos, poniendo en riesgo la continuidad

105 Ley N° 30737.

de la cadena de pagos en un contexto de alta urgencia. Por ejemplo, la exclusión de empresas con sedes *offshore* es un proceso complejo y costoso, por las estructuras legales y financieras sofisticadas que estas empresas suelen utilizar, y podría haberse considerado también como un trato discriminatorio contra la inversión extranjera. No obstante, las autoridades competentes, como la Contraloría General de la República, estaban facultadas para realizar todas las investigaciones pertinentes de casos puntuales, en los que hubiera indicios de incumplimiento de las reglas del programa.

Por otro lado, el Programa Reactiva Perú estuvo disponible para todas las empresas que cumplieran con los requisitos de acceso, sin importar si habían sido beneficiadas por otras medidas gubernamentales, como la suspensión perfecta de labores. Esta decisión estuvo alineada con el objetivo principal de Reactiva Perú: proporcionar la liquidez esencial para que las empresas pudieran sostener sus operaciones durante la pandemia.

El diseño del programa, incluso por naturaleza, buscó asegurar que todas las empresas afectadas tuvieran la oportunidad de recibir apoyo financiero, independientemente de su situación coyuntural. Esta estrategia permitió que muchas de ellas se mantuvieran operativas, protegieran empleos y se prepararan para la eventual recuperación económica tras la pandemia, reafirmando así el compromiso del programa con la estabilidad y el bienestar del tejido empresarial peruano.

Además, desde una perspectiva legal, no existían restricciones que impidieran a estas empresas acceder a los créditos del programa, lo que fortaleció aún más su alcance y capacidad para apoyar a un amplio espectro de negocios, en un contexto de alta incertidumbre.

- **Control de la inflación**

En el contexto de la pandemia por COVID-19, el BCRP adoptó una política monetaria extraordinariamente expansiva. Entre las principales medidas, redujo la tasa de interés de referencia al 0,25 por ciento, su nivel histórico más bajo; flexibilizó los requerimientos de encaje; e inyectó masivamente liquidez al sistema financiero, para que esta pudiera ser canalizada hacia las empresas que la demandaban. Esta inyección de recursos representó hasta el 9 por ciento del PBI.

Estas acciones evitaron la ruptura de la cadena de pagos y contribuyeron a mantener la inflación dentro del rango meta, que se ubicó en 2 por ciento en diciembre de 2020, a pesar de un contexto marcado por fuertes choques tanto de demanda como de oferta. En ese momento, muchas economías enfrentaban el riesgo de caer en una depresión acompañada de una deflación pronunciada.

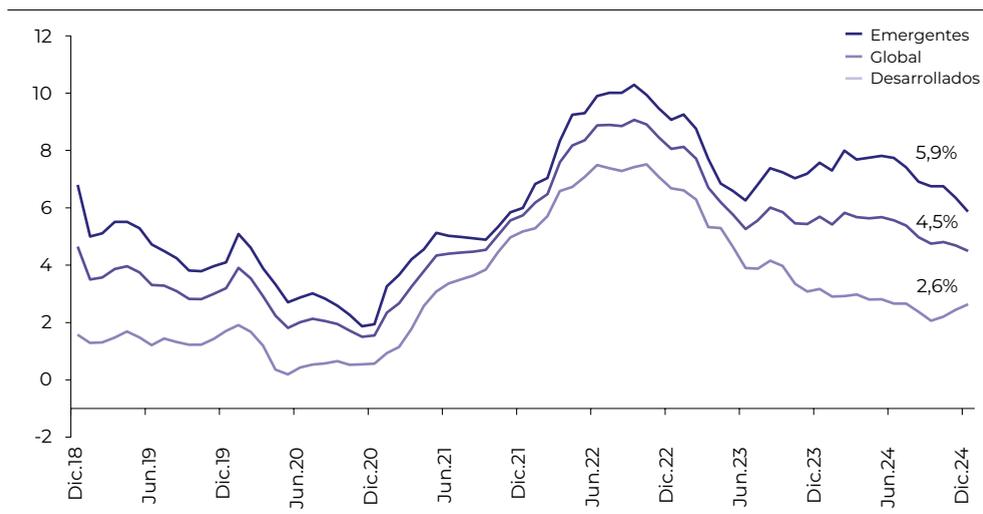
Vale recordar aquí una de las grandes lecciones de Milton Friedman y Anna Schwartz en su estudio sobre la historia monetaria de Estados Unidos¹⁰⁶: durante la Gran Depresión, la Reserva Federal no inyectó suficiente liquidez. Entre 1929 y 1933, la oferta monetaria se redujo aproximadamente en un tercio, lo que intensificó la deflación, contrajo el gasto y profundizó la crisis económica.

106 Una de las últimas ediciones es Friedman y Schwartz (2008).

En contraste, la política monetaria aplicada en Perú durante la pandemia permitió una recuperación económica rápida, alcanzando el nivel de actividad prepandemia en diciembre de 2020, según el PBI mensual desestacionalizado. De no haberse implementado estas medidas, el país habría enfrentado una recesión mucho más severa, acompañada de una espiral deflacionaria. Por ejemplo, Kamiche et al. (2024) estiman que, sin el Programa Reactiva Perú, la contracción del PBI en 2020 habría sido significativamente mayor: 20 y 16 puntos porcentuales adicionales en el tercer y cuarto trimestre, respectivamente.

Gráfico 6-1: Inflación: Global, países desarrollados y economías emergentes

(Variación porcentual 12 meses)



Fuente: Bloomberg.

Por otro lado, como se observa en el Gráfico 6-1, ya durante 2021 se registró un aumento significativo de la inflación global, que pasó de 1,5 por ciento en diciembre de 2020 a 5,7 por ciento un año después. Este repunte ocurrió en un contexto de reapertura de las economías, avance en los procesos de vacunación y aplicación de políticas fiscales y monetarias expansivas. Estos factores impulsaron una fuerte recuperación de la actividad económica mundial, que creció 6,0 por ciento en 2021, superando la contracción de 3,1 por ciento registrada en 2020.

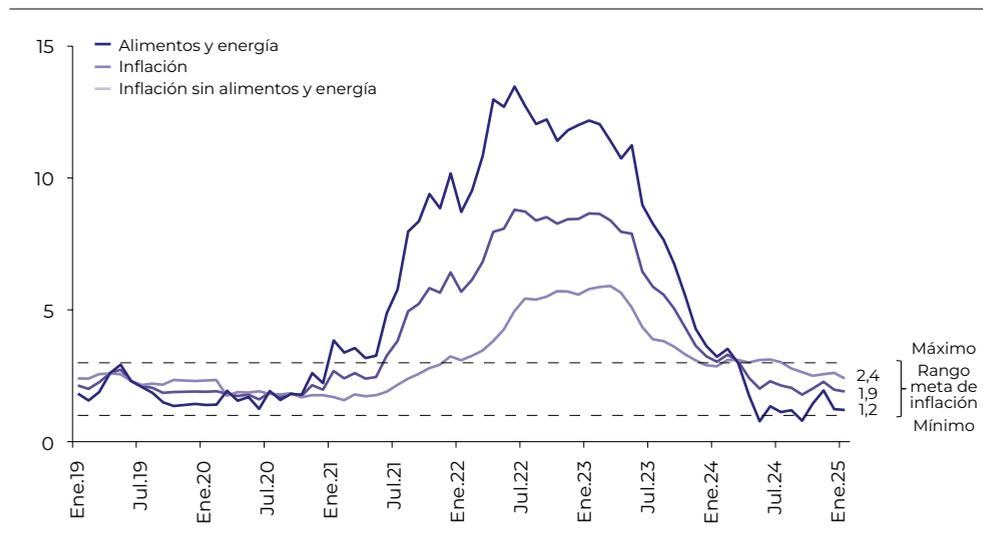
Sin embargo, esta recuperación estuvo marcada por una serie de desequilibrios. La persistencia de problemas en la oferta global —como el encarecimiento de los fletes y las interrupciones en las cadenas de suministro— se vio agravada por nuevos choques, incluyendo el alza de los precios internacionales de la energía y los alimentos. Esta combinación generó una desincronización entre la reactivación de la demanda global y la capacidad de oferta, lo que elevó las presiones inflacionarias a nivel mundial.

Como resultado, el aumento de los costos de transporte, la escasez de insumos clave y el encarecimiento de productos esenciales como combustibles y alimentos se

trasladaron a los precios finales, haciendo que la inflación global alcanzara un pico de 9,1 por ciento en septiembre de 2022.

Gráfico 6-2: Inflación: Perú

(Variación porcentual 12 meses)



Fuente: INEI.

En el caso peruano, a mediados de 2021 se inició un episodio inflacionario impulsado principalmente por factores de oferta. Entre los más relevantes destacan los aumentos en los precios internacionales del petróleo y de insumos alimenticios, lo que impactó de forma directa en los precios de los rubros de alimentos y energía. Como resultado, la inflación superó el rango meta establecido por el BCRP (entre 1 y 3 por ciento) a partir de junio de ese año, y cerró 2021 con una variación interanual de 6,4 por ciento (ver Gráfico 6-2). Los principales impulsores de este incremento fueron los alimentos con alto contenido importado, los combustibles y aquellos productos cuyos precios se vieron afectados por la depreciación del sol frente al dólar.

Una combinación de factores tanto internos como externos llevó a que la inflación mantuviera su tendencia al alza durante 2022. En el plano internacional, sobresalió el aumento en los precios de alimentos, combustibles y fertilizantes, impulsado por el conflicto bélico entre Rusia y Ucrania. A nivel local, influyeron las alteraciones climáticas y el aumento de las expectativas de inflación, alimentado por la magnitud y persistencia de los choques de oferta. Como resultado, la tasa de inflación interanual alcanzó un pico de 8,81 por ciento en junio de 2022. A partir de ese momento, comenzó a moderarse de forma gradual, cerrando el año en 8,46 por ciento.

Ante el repunte de la inflación en 2021, el BCRP actuó con prontitud iniciando el retiro gradual del estímulo monetario. Entre agosto de 2021 y enero de 2023, la autoridad monetaria elevó la tasa de interés de referencia desde 0,25 hasta 7,75 por ciento. Esta

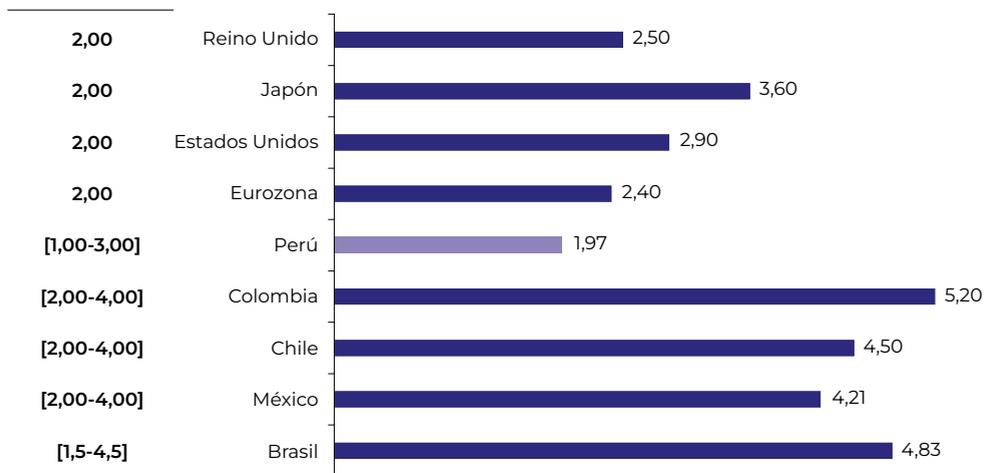
acción fue acompañada por una reducción significativa en el saldo de las operaciones de inyección de liquidez¹⁰⁷, que pasó de representar 8,9 por ciento del PBI en enero de 2021 a 4,0 por ciento en enero de 2023. Asimismo, se incrementaron los requerimientos de encaje en moneda nacional¹⁰⁸.

Gracias a este conjunto de medidas, la inflación total comenzó a disminuir durante 2023, cerrando el año en 3,24 por ciento. Desde abril de 2024, la inflación se mantuvo de manera sostenida dentro del rango meta, en un contexto en el que varios bancos centrales del mundo aún enfrentaban dificultades para retornar a sus objetivos inflacionarios (ver Gráfico 6-3).

Gráfico 6-3: Inflación de diciembre 2024 y metas de inflación

(Variación porcentual anual)

Meta de Inflación



Fuente: Bancos centrales, institutos de estadística y otros.

La evolución de la inflación puede analizarse a partir de los distintos choques que impactaron la economía en los últimos años, tales como choques externos, de oferta y demanda agregada, de política monetaria, del tipo de cambio, entre otros. Estimaciones realizadas mediante modelos econométricos (Pérez Forero, 2024) permiten descomponer históricamente la inflación y muestran que los principales impulsores fueron los choques de costos, tanto externos como internos. Según se observa en el Gráfico 6-4, en 2022 la postura de la política monetaria solo explica el 8 por ciento del incremento de la inflación respecto de su promedio histórico. En contraste, los choques de oferta agregada y la variación de los términos de intercambio contribuyeron en mayor medida, con el 52 y 21 por ciento, respectivamente.

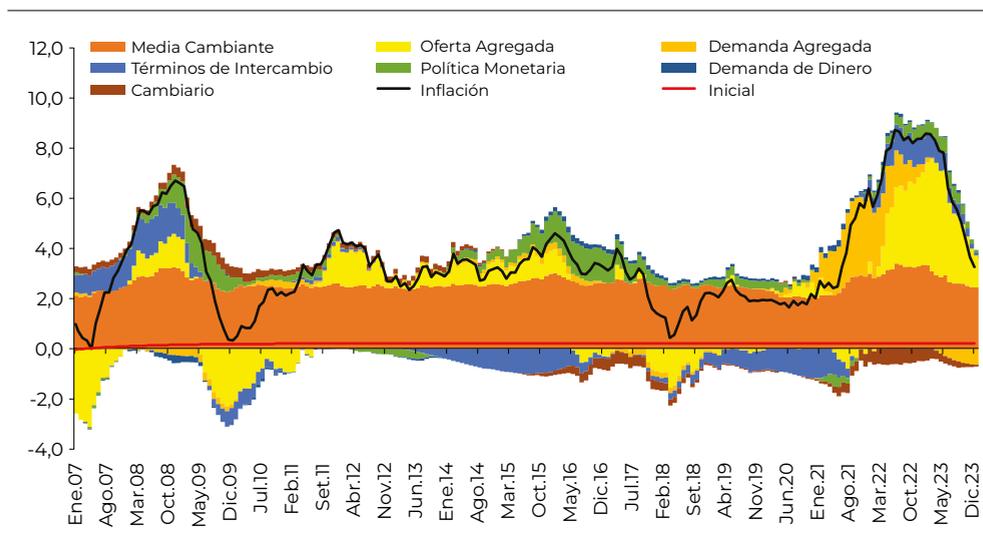
107 El saldo de operaciones de inyección considera los siguientes instrumentos: i) Repo de Valores, ii) Repo de Monedas, iii) Repo de Cartera, iv) Repo Garantía, v) Compra de bonos soberanos en el mercado secundario.

108 La tasa media de encaje pasó de 4,0 en setiembre de 2021 a 6,0 por ciento en mayo de 2022.

Esta evidencia respalda la conclusión de que el Programa Reactiva Perú no fue responsable del aumento de la inflación. Por el contrario, representó una herramienta crucial para evitar que la crisis sanitaria se transformara en un colapso económico, al proporcionar el apoyo necesario para una recuperación rápida y sostenida. En otras palabras, Reactiva inyectó la liquidez que la economía demandaba en un momento crítico, sin generar excesos que intensificaran las presiones inflacionarias. Si la inyección de liquidez hubiera sido desmedida, sus efectos se habrían reflejado en una inflación significativamente mayor, potencialmente llevando al país a tasas de dos dígitos, como se observó en economías vecinas como Chile y Colombia. Sin embargo, esto no ocurrió.

Gráfico 6-4: Descomposición histórica de la inflación - Perú

(Variación porcentual 12 meses)



Fuente: Pérez Forero (2024).

La política monetaria en el Perú permitió asegurar la convergencia de la inflación dentro del rango meta, en particular en el periodo de inflación global. Las medidas implementadas por el BCRP, a través de Reactiva Perú, expandieron la liquidez del sistema financiero a partir de abril 2020 evitando una espiral deflacionaria. Esta expansión de liquidez fue transitoria y el retiro del estímulo monetario fue rápido y oportuno en un contexto de presiones inflacionarias globales.

Recuadro 11

MEJORAS IMPLEMENTADAS DURANTE LA VIGENCIA DE REACTIVA

Autores: María Rita Huarancca, Carlos Mendiburu y Manuel Ruiz

Desde el inicio del Programa Reactiva Perú, la implementación de ajustes y mejoras resultaron fundamentales para responder a las necesidades cambiantes de la economía peruana en la crisis generada por la pandemia del COVID-19. Estos ajustes reflejaron la necesidad de adaptar el programa a un contexto marcado por el confinamiento prolongado, reapertura gradual de actividades económicas, y el objetivo de garantizar que el financiamiento llegara de manera efectiva y oportuna a las empresas más afectadas, especialmente a las MIPYMES.

A continuación, se detallan las principales modificaciones realizadas durante la vigencia del programa, incluyendo la ampliación del fondo de garantías; el mayor enfoque hacia empresas de menor tamaño; la flexibilización de las condiciones de acceso; mejoras en los plazos y periodos de gracia; y el perfeccionamiento de las cláusulas de elegibilidad, entre otras medidas clave.

Ampliación del fondo de garantías: El 6 de abril de 2020, mediante el Decreto Legislativo N° 1455, se fijó un fondo máximo de garantías de S/ 30 mil millones (Fase 1). Posteriormente esta cantidad fue ampliada hasta por S/ 30 mil millones adicionales (Fase 2) el 10 de mayo de 2020, mediante el Decreto Legislativo N° 1485. Esta ampliación respondió a la prolongación del periodo de confinamiento, y a la reapertura gradual —y no generalizada—, de las actividades productivas. Asimismo, la ampliación del programa tuvo como objetivo permitir que un mayor número de empresas afectadas accedieran al financiamiento.

Mayor enfoque en empresas vulnerables: La Fase 1 del programa se caracterizó porque los mayores montos de crédito fueron otorgados a las empresas con mayores ventas registradas, a lo que se sumó cierta dificultad de las MIPYMES en acceder a estos créditos. En la Fase 2 se ampliaron los montos de garantía —por tamaño de empresa—, y se incluyó como beneficiarios a personas naturales con negocio, con el fin de fortalecer el apoyo a los sectores productivos más vulnerables.

Ampliación del monto de garantía: Se incrementaron los montos de créditos que las empresas podían solicitar, aunque la ampliación fue proporcionalmente mayor para los segmentos con mayores porcentajes de garantía, diseñados para las empresas de menor tamaño (ver Cuadro R11-1).

Cuadro R11-1: Rango de créditos por tipo de cobertura de garantía

Cobertura de garantías	Créditos por empresa (en soles)	
	Fase 1 Antes de junio de 2020	Fase 2 Desde junio de 2020
98%	Hasta 30 mil	Hasta 90 mil
95%	De 30 001 a 300 mil	De 90 001 a 750 mil
90%	De 300 001 a 5 millones	De 750 001 a 7,5 millones
80%	De 5 a 10 millones	De 7,5 a 10 millones

Incremento del límite de la cobertura: La garantía individual que otorgaba Reactiva sobre los préstamos cubría como máximo el monto equivalente a tres veces el aporte a EsSalud declarado en 2019 o a un mes de venta promedio mensual de 2019. Este último tope fue ampliado hasta el equivalente a tres meses el promedio mensual de ventas.

Flexibilización de condiciones de acceso y mayores montos de garantía para microempresas: Mediante la Resolución Ministerial N° 165-2020-EF-15 del 1 de junio de 2020, se estableció que, para determinar el límite de garantía de las microempresas, se consideraría únicamente el criterio del monto de ventas promedio mensual. Posteriormente, se realizaron modificaciones para permitir que estas empresas pudieran solicitar créditos por montos superiores a sus ventas promedio. La última ampliación, aprobada el 29 de junio de 2020 —mediante la RM N° 181-2020-EF-15—, estableció que el monto podría ser equivalente a dos meses del valor promedio de la deuda vigente durante 2019, hasta un máximo de S/ 40 mil. En el caso de las microempresas que operan bajo el Nuevo Régimen Único Simplificado (Nuevo RUS), la garantía individual otorgada por “Reactiva Perú” fue ajustada al equivalente de hasta tres meses de sus ingresos o compras promedio mensual de 2019, según los registros de la SUNAT.

Inclusión de personas naturales con negocio: Para que los créditos de “Reactiva Perú” llegaran a más beneficiarios, a finales de junio se amplió el programa para que las condiciones aplicables a las microempresas también incluyeran a las personas naturales con negocio. De esta manera, más de 391 mil MYPE accedieron al financiamiento mediante préstamos con DNI, representando un 78 por ciento del total de empresas participantes en el programa (ver Cuadro 4-4).

Mejoras de las condiciones de crédito: Las condiciones de los créditos también fueron mejoradas para que estos fueran más accesibles y atractivos para las empresas:

- **Extensión de plazos:** Los plazos de los créditos fueron extendidos, permitiendo a las empresas contar con más tiempo para recuperarse económicamente, antes de tener que realizar los pagos. Inicialmente el plazo de los préstamos no podía exceder los tres años, incluyendo un periodo de gracia de hasta 1 año. Este plazo fue ampliado posteriormente mediante sucesivas reprogramaciones. En 2021 se amplió a 60 meses (incluyendo el periodo de gracia de un año), en 2022 se amplió a 84 meses, y luego, en 2023 a 108 meses.
- **Periodos de gracia:** Se introdujeron periodos de gracia más largos, durante los cuales las empresas no estaban obligadas a pagar el capital ni los intereses del préstamo, reduciendo la presión financiera inmediata. En 2020 se otorgaron 12 meses de periodo de gracia, en el 2021 otros 12 meses, en el 2022, 24 meses (o 36 meses si la empresa estaba en el sector de turismo), y en el 2023 se establecieron 12 meses de gracia adicionales. El periodo de gracia total, con reprogramaciones, no podía exceder de 60 meses.

Revisión de condiciones de uso de fondos y filtros de acceso: Desde su creación, se estableció que los préstamos de Reactiva Perú no podían ser utilizados para financiar la adquisición de activos fijos, compra de acciones o participaciones en empresas, bonos u otros activos monetarios, ni aportes de capital. Además se prohibió su uso para el pago de obligaciones vencidas con entidades del sistema financiero y para el prepago de deudas no vencidas. Posteriormente, en junio, se dispuso que, si COFIDE detectaba el incumplimiento de estas obligaciones, estaba facultado para exigir a la ESF el reemplazo del préstamo garantizado en un plazo máximo de cinco días hábiles desde la notificación. En caso de incumplir con esta medida, la garantía otorgada a dichos préstamos se extinguiría automáticamente, y COFIDE informaría de inmediato al BCRP.

Esta incorporación aumentó la exigencia a las entidades financieras, obligándolas a verificar y hacer cumplir a las empresas, las condiciones señaladas en el reglamento.

Respecto a las cláusulas de elegibilidad de empresas deudoras, se pusieron filtros más rigurosos para aquellas empresas vinculadas a casos de corrupción. También se excluyeron del programa a personas naturales o jurídicas inhabilitadas por el Tribunal de Contrataciones del Estado, del Organismo Supervisor de las Contrataciones del Estado.

Por otro lado, se flexibilizaron algunas condiciones para la elegibilidad sectorial. Inicialmente, cuando se creó el programa se excluyeron empresas dedicadas a la fabricación de ciertos productos (por ejemplo, a la fabricación o tráfico de armamento y munición; bebidas alcohólicas exceptuando la cerveza, pisco y vino; producción del tabaco; y de narcóticos). Posteriormente, la Resolución Ministerial N° 165-2020-EF-15, publicada el 01 junio de 2020, permitió el otorgamiento de los créditos para las empresas dedicadas a la producción de bebidas alcohólicas y las empresas de producción de tabaco por medios artesanales.

6.2 Opinión internacional respecto al programa

Desde el anuncio de la implementación de un programa de crédito garantizado coordinado por el BCRP con el MEF, diversas entidades internacionales (ver Gráfico 6-5) —bancos de inversión, organizaciones financieras internacionales y empresas calificadoras de riesgo—, coincidieron en que el Programa Reactiva Perú presentaría una escala superior a los programas de naturaleza similar que se anunciaron en otros países de la región, dado el mayor espacio fiscal existente en Perú al inicio del aislamiento social (Deutsche Bank, 27 de marzo de 2020; JP Morgan, 30 de marzo de 2020; Oxford Business Group, 1 de abril de 2020; y Goldman Sachs, 6 de abril de 2020).

Entre las menciones de los bancos de inversión, sobre el impacto del programa, destaca su rol para limitar la pérdida de empleos, y mantener a flote a algunas empresas (Citi, 22 de mayo de 2020); evitar el colapso de la cadena de pagos (Bank of America, 10 de abril de 2020); y apoyar el sistema de pagos y crediticio (Goldman Sachs, 13 de abril de 2020).

Sobre el rol del BCRP, destacan las referencias sobre sus diversos instrumentos de inyección de liquidez (Goldman Sachs, 13 de abril de 2020), y las subastas que realizó entre las instituciones financieras para canalizar recursos hacia las empresas (Citi, 22 de mayo de 2020).

Gráfico 6-5: Menciones de bancos de inversión al Programa Reactiva Perú

<p>El Gobierno adoptó nuevas medidas de estímulo fiscal para apoyar la economía de S/ 16 miles de millones (2% del PBI). Este estímulo estaría considerado en las perspectivas, ya que Perú tiene el mayor espacio fiscal en Latinoamérica y considera que este incremento en el gasto no repercutirá en su calificación de soberana (BBB+).</p> <p>Deutsche Bank (27-mar-2020)</p>	<p>Las autoridades monetarias y fiscales anunciaron un plan de estímulo agresivo, equivalente a 12% por ciento del PBI, en dos fases: (i) la primera, de 8% del PBI (medidas fiscales y un programa de crédito del BCRP garantizado por el MEF, para proteger la economía del choque propiamente dicho y mantener la cadena de pagos. El programa estará financiada en partes iguales por el MEF y el BCRP; (ii) la segunda fase, de 4% del PBI buscaría acelerar la recuperación luego de la cuarentena.</p> <p>JP Morgan (30-mar-2020)</p>	<p>El Gobierno peruano anunció el 29 de marzo el mayor plan en América Latina para estimular la economía con una inyección de liquidez de más de 25 mil millones de dólares (12% del PBI), ello gracias a que el país se encontraba preparado para adoptar medidas contundentes (con una deuda pública del 27 % del PBI, una de las más bajas de América Latina, y con una de las monedas menos volátiles).</p> <p>Oxford Business Group (1-abr-2020)</p>	<p>El paquete de estímulo fiscal es el más grande (7% del PBI) destinado a respaldar a los hogares y firmas, y se divide en un mayor nivel de gasto público (5,5 por ciento del PBI) y en menores impuestos (1,5 por ciento del PBI), además de 4,7% del PBI en créditos del Gobierno al sector privado, el cual no tendría impactos fiscales directos.</p> <p>Goldman Sachs (6-abr-2020)</p>
<p>Para evitar el colapso de la cadena de pagos, el BCRP ha diseñado un paquete de créditos por el equivalente de 4% del PBI, el cual estaría garantizado por el MEF.</p> <p>Bank of America (10-abr-2020)</p>	<p>El programa de estímulo del Gobierno es similar a la "Powell doctrine", y probablemente sea el programa económico más ambicioso en Latinoamérica.</p> <p>Bank of America/Merrill Lynch (13-abr-2020)</p>	<p>El BCRP expresó en su último comunicado su intención de apoyar al sistema de pagos y a la cadena crediticia. El BCRP indicó que cuenta con diversos instrumentos para inyectar liquidez.</p> <p>Goldman Sachs (13-abr-2020)</p>	<p>Se anunció fuertes medidas que alcanzarán el 12% del PBI y serán tomadas en 2 etapas: (i) mayor gasto en el sistema de salud y préstamos por parte del BCRP, dirigido a empresas pequeñas y medianas; y (ii) asistencia económica a los sectores económicos más golpeados.</p> <p>Morgan Stanley (16-abr-2020)</p>
<p>El paquete de ayuda anunciado por el MEF equivale a 12% del PBI, incluyendo apoyo para la prevención del contagio, reactivación económica y fondos del Banco Central para préstamos a empresas respaldados por el MEF. En línea con este paquete de medidas, el Gobierno desactivó la regla fiscal para 2020 y 2021, así como el límite de 30% para el ratio de deuda a PBI.</p> <p>Citi Research (24-abr-2020)</p>	<p>Se espera una recuperación de la actividad económica en el segundo semestre de 2020, condicional a la movilización gradual de la fuerza laboral desde junio, y a la ampliación del programa Reactiva Perú en al menos 2 puntos porcentuales adicionales del PBI (del 4% inicial)</p> <p>JP Morgan (22-may-2020)</p>	<p>El Gobierno duplicó su programa de créditos a empresas con fondos del BCRP de S/ 30 a S/ 60 miles de millones, al haberse utilizado el monto original. Estos préstamos vienen siendo desembolsados a las instituciones financieras a través de subastas realizadas por el BCRP y están respaldados en gran medida por el MEF. Las instituciones financieras luego canalizan los fondos hacia las empresas. Se espera que estos préstamos limiten la pérdida de empleos y mantengan a flote a algunas empresas hasta cierto punto, pero aun así se debería producir una caída profunda este trimestre.</p> <p>Citi Research (22-may-2020)</p>	

Fuente: Bancos de inversión.

Por el lado de los organismos internacionales se reconoce el éxito de Reactiva Perú. Por ejemplo, el Banco Mundial¹⁰⁹ lo consideró como "... un novedoso mecanismo de garantías de crédito", y señaló que "la mitad de los trabajadores formales labora en las empresas que se beneficiaron con el programa". El Banco Mundial en su informe anual

109 Banco Mundial. (2024). Perú Panorama General. Obtenido de: <https://www.bancomundial.org/es/country/peru/overview#3>

2020 destacó la rapidez y efectividad del programa, subrayando que Reactiva Perú fue uno de los programas de respuesta a la pandemia más ambiciosos y mejor diseñados en América Latina. Se reconoció que Reactiva Perú logró proporcionar un flujo de liquidez significativo a las empresas, ayudando a evitar una crisis de liquidez más profunda, que podría haber llevado a quiebras masivas, y un aumento significativo del desempleo.

Por su parte, el Fondo Monetario Internacional (FMI)¹¹⁰ reconoció que Reactiva Perú fue una importante respuesta de política fiscal, y una política de expansión monetaria (consultar Gráfico 6-6). Además, en su Reporte sobre Perspectivas de la Economía Mundial de 2020 elogió la estructura del programa, especialmente las garantías estatales otorgadas para los préstamos, lo cual incentivó a las instituciones financieras a ofrecer créditos en condiciones favorables. El FMI destacó que esta intervención fue crucial para mantener la confianza en el sistema financiero, y estabilizar la economía peruana durante los momentos más críticos de la pandemia. El FMI, en la declaración final de la misión de la Consulta de Artículo IV de 2021¹¹¹, destacó que el Programa Reactiva Perú fue exitoso para brindar ayuda a las empresas, principalmente las más pequeñas.

Gráfico 6-6: Menciones del Fondo Monetario Internacional al Programa Reactiva Perú

La amplia respuesta de la política fiscal fue fundamental para limitar el impacto de la pandemia. El paquete de políticas incluyó medidas de apoyo directo al sistema de salud, los hogares y las empresas; así como un programa de garantías de crédito de gran envergadura para promover los préstamos a empresas (Reactiva Perú). Este último tuvo mucho éxito en brindar ayuda a numerosas empresas, incluidas las pequeñas. Sin embargo, el apoyo a los ingresos de los hogares fue limitado y su entrega se vio obstaculizada inicialmente por problemas administrativos.

FMI - Declaración final de la misión de la Consulta del Artículo IV de 2021 (Feb. 2021)

Una política ágil de expansión monetaria ayudó a estabilizar los mercados financieros. El BCRP redujo la tasa de referencia a un mínimo sin precedentes e inyectó abundante liquidez, principalmente mediante la implementación de operaciones de reporte de cartera de créditos con garantía estatal en el marco del Programa Reactiva, ampliando los montos y plazos de las operaciones de repo de valores y monedas, promoviendo la reprogramación de créditos a través de operaciones de reporte, y reduciendo los requerimientos de encaje*.

FMI - Declaración final de la misión de la Consulta del Artículo IV de 2021 (Feb. 2021)

En coordinación con el Ministerio de Finanzas, el BCRP creó el programa "Reactiva Perú" para proporcionar liquidez a las pequeñas y medianas empresas. Estas operaciones de reporte de cartera de créditos con garantía estatal con bancos fueron exitosas en estimular el crecimiento del crédito a bajas tasas de interés y evitar quiebras generalizadas y cierres de negocios. La cadena de pagos se mantuvo y las empresas pudieron cumplir con sus obligaciones y sobrevivir durante la crisis. Esta facilidad, junto con otro programa dirigido a microempresas, fue fundamental para mantener la mayor parte de la capacidad de producción en muchas industrias y salvar 2.8 millones de empleos.

FMI - Consulta del Artículo IV de 2021 (Mar. 2021)

El sistema financiero sigue siendo sólido y los focos de vulnerabilidad se mantienen contenidos. El crecimiento del crédito al sector privado se mantuvo fuerte, con un 9.4% interanual en marzo, impulsado principalmente por préstamos garantizados por el Gobierno en moneda local bajo el Programa Reactiva Perú... Otras medidas del BCRP incluyeron la provisión de liquidez a través de operaciones de reporte de cartera de créditos con garantía estatal con bancos bajo el Programa Reactiva Perú.

FMI - Revisión bajo el acuerdo de la Línea de Crédito Flexible - Country Report N° 21/129 (Jun. 2021)

Fuente: Fondo Monetario Internacional.

- 110 Fondo Monetario Internacional (2021). Perú: Declaración final de la misión de la Consulta del Artículo IV de 2021. Obtenido de: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/02/12/mcs021221-peru-staff-concluding-statement-of-the-2021-article-iv-mission>
- 111 <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/02/12/mcs021221-peru-staff-concluding-statement-of-the-2021-article-iv-mission>

En particular, por el lado de la política fiscal y las medidas de apoyo el FMI señala que: “El programa tuvo mucho éxito en brindar ayuda a numerosas empresas, incluyendo a las pequeñas”. Por otro lado, entre las políticas de expansión monetaria consideran que una forma de inyectar liquidez fue mediante el programa: “El BCRP inyectó liquidez, principalmente mediante la implementación de operaciones de reporte de cartera de créditos con garantía estatal en el marco del Programa Reactiva, ampliando los montos y plazos de las operaciones de repo de valores y monedas, promoviendo la reprogramación de créditos a través de operaciones de reporte”.

En el caso de las empresas calificadoras de riesgo, el Programa Reactiva Perú fue un factor relevante para la evaluación crediticia de la deuda soberana. Por ejemplo, en su evaluación, la agencia Fitch mencionó en la lista de factores clave para mantener la calificación (3 de junio de 2020) el compromiso anunciado por el BCRP de subastar hasta S/ 60 mil millones en repos (8,2 por ciento del PBI), lo cual permitiría a las empresas bancarias obtener nuevos créditos en soles a través del Programa Reactiva Perú.

En 2020, considerando el impacto macroeconómico de la pandemia, las calificadoras de riesgo revisaron a la baja el rating soberano de un número significativo de países¹¹². En el caso de Perú, las agencias Moody's, Standard & Poor y Fitch principalmente mantuvieron el rating de deuda soberana tanto en moneda nacional como extranjera en sus evaluaciones publicadas durante el año¹¹³ (ver Cuadro 6-1).

Cuadro 6-1: LATAM: Cambios en las calificaciones de riesgo soberano entre febrero y diciembre de 2020

Deuda de Largo Plazo en Moneda Extranjera						
	Rating a Feb. 2020			Rating a Dic. 2020		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
Brasil	Ba2/Estable	BB- / Positiva	BB- /Estable	Ba2/Estable	BB- / Estable	BB- /Estable
Chile	A1/Estable	A+ (Estable)	A (Estable)	A1/Negativa	A+ / Negativa	A- / Estable
Colombia	Baa2/Estable	BBB-/Estable	BBB / Estable	Baa2/Negativa	BBB-/Negativa	BBB-/Negativa
México	A3 / Negativa	BBB+ /Negativa	BBB	Baa1 / Negativa	BBB / Negativa	BBB-/Estable
Perú	A3 (Estable)	BBB+ / Estable	BBB+ /Estable	A3 (Estable)	BBB+ / Estable	BBB+ /Negativa

Deuda de Largo Plazo en Moneda Local						
	Rating a Feb. 2020			Rating a Dic. 2020		
	Moody's	S&P	Fitch	Moody's	S&P	Fitch
Brasil	Ba2	BB-	BB-	Ba2	BB-	BB-
Chile	A1	AA-	A+	A1	AA-	A-
Colombia	Baa2	BBB	BBB	Baa2	BBB-	BBB-
México	A3	A-	BBB	Baa1	BBB+	BBB-
Perú	A3	A-	A- /Estable	A3	A-	BBB+ /Negativa

Fuente: Empresas calificadoras de riesgo.

112 De acuerdo con S&P Global, en 2020 un total de 51 países (44 economías emergentes) experimentaron una rebaja en su calificación de riesgo de deuda soberana debido a los efectos económicos de la pandemia de COVID-19.

113 A excepción de Fitch, la cual, si bien mantuvo las calificaciones en sus revisiones del 12 de marzo y 3 de junio, al final del año 2020 (15 de diciembre) redujo la perspectiva desde estable a negativa para la deuda en moneda extranjera, y la calificación desde A- (con perspectiva estable) a BBB+ (con perspectiva negativa) en moneda nacional, por factores asociados a política fiscal.

6.3 Percepciones sobre el programa en los medios de comunicación

En situaciones extremas, como crisis financieras, restricciones crediticias o eventos sin precedentes —como la pandemia de COVID-19—, los bancos centrales recurren a políticas monetarias no convencionales. Un aspecto poco abordado en la literatura económica es el tratamiento que los medios de comunicación dan a estas medidas.

A diferencia de las políticas monetarias tradicionales —cuyo carácter recurrente y comunicación continua facilitan su comprensión por parte del público—, las políticas no convencionales suelen ser más difíciles de explicar. Esto se debe, en parte, a que se aplican en contextos de crisis, donde la urgencia por mitigar los costos económicos y sociales limita el tiempo disponible para una difusión gradual y pedagógica de sus objetivos y alcances.

Por ello, en muchos países la aplicación de políticas no convencionales genera discrepancias de opinión, en particular a nivel político. Ejemplos de estas reacciones se han observado durante la Crisis Financiera Global de 2008-2009 que llevó a la Fed de Estados Unidos a emprender políticas no tradicionales de rápida expansión monetaria. Ben Bernanke, expresidente de la Fed, describe bien los dilemas de política y la ponderación de varios factores a favor y en contra de diversas acciones de política en su libro *The Courage to Act* (El coraje de actuar) que relata sus memorias en este periodo tumultuoso.

Si la opinión pública sobre las medidas de política económica se torna negativa, entonces se elevan los riesgos de perder “legitimidad societal” de la autoridad monetaria, la misma que es base para la autonomía con rendición de cuentas. Según Goodhart y Lastra (2018): “La legitimidad social puede ser voluble, ya que la aceptación pública también está influenciada por la política, los medios de comunicación, los acontecimientos actuales, los cambios en las circunstancias, el sentimiento y otros factores”. En este contexto —y con el objetivo de analizar la reacción pública frente a medidas de política—, esta sección presenta una medición del sentimiento o percepción, reflejado en las noticias sobre Reactiva. Esto permite examinar su evolución durante la implementación del programa, y su relación con la eficacia de la comunicación de las autoridades responsables.

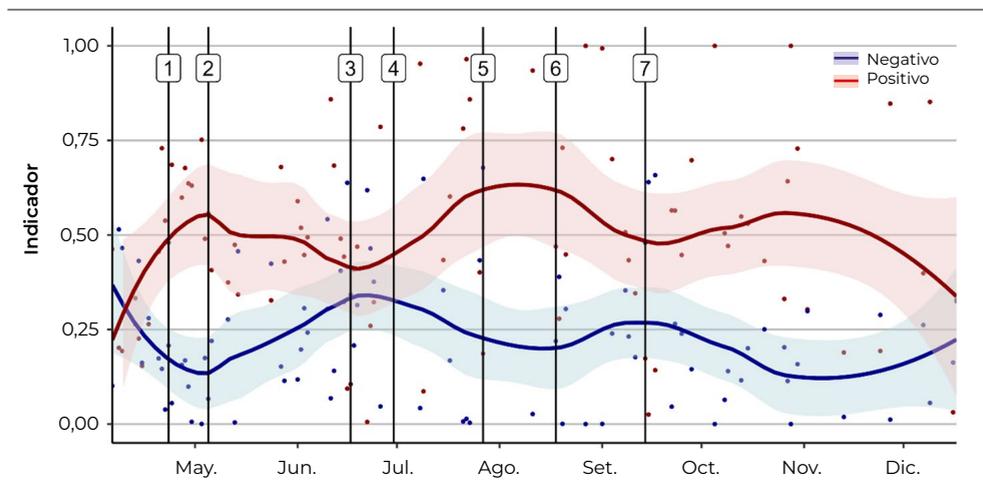
Indicador agregado de sentimiento

Para comprender el tono con el que se difundieron las noticias sobre Reactiva, se presentan los resultados de Vega et al. (2025), quienes analizaron el contenido de las noticias publicadas en plataformas digitales. Cada noticia fue clasificada según el carácter favorable, neutro o desfavorable de los párrafos que la componen. A partir de esta clasificación, se construyó un indicador diario de percepción agregando todas las noticias publicadas cada día. Este indicador resulta relevante porque permite identificar el sentimiento predominante en los medios sobre Reactiva y analizar si sigue un patrón cíclico, como los descritos en la literatura sobre medios de comunicación y política —por ejemplo, las llamadas olas, cascadas o tormentas de información (Boydston et al., 2014; Séguin, 2016).

De esta manera, en el Gráfico 6-7 se aprecia la evolución del indicador agregado diario de sentimiento de noticias sobre el Programa Reactiva. El indicador de sentimiento ha sido suavizado a través de un método estadístico estándar¹¹⁴ con el fin de poder apreciar la dinámica del indicador en los meses posteriores al inicio de Reactiva.

La primera observación que se desprende del gráfico es que el sentimiento predominante en las noticias sobre Reactiva fue el favorable. El indicador de percepción se ubicó, en promedio, en torno a 0,5, mientras que el sentimiento negativo alcanzó un nivel cercano a 0,25. En otras palabras, a lo largo de 2020, las noticias con tono positivo duplicaron en número a las de tono negativo. Este patrón sugiere que la opinión pública reflejada en las plataformas digitales fue, en términos generales, más favorable hacia el programa Reactiva.

Gráfico 6-7: Comportamiento del indicador agregado de sentimientos sobre Reactiva
(Año 2020)



Nota: Las bandas corresponden a un intervalo de confianza de 2 desviaciones estándar de la regresión LOESS. Las fechas claves son: [1] 23 de abril = primera subasta de fondos Reactiva, [2] 5 de mayo = desembolso del primer crédito Reactiva, [3] 17 de junio = Congreso acuerda citar a ministra de economía por denuncias y cuestionamientos al programa, [4] 30 de junio = inicio de Reactiva 2, [5] 27 de julio = se destacan las mejoras en el programa, pero hay quejas de retrasos, [6] 18 de agosto = declaraciones positivas de la ministra en diversos medios, [7] 14 de setiembre = moción de censura de la ministra en el congreso.

La segunda conclusión que se puede extraer del gráfico es la evidencia de un comportamiento cíclico en el indicador de sentimiento de las noticias. En particular, se observa un aumento progresivo del promedio suavizado del indicador para la categoría positiva, alcanzando su punto máximo en mayo de 2020, coincidiendo con el primer desembolso de créditos del programa Reactiva. A partir de ese momento, el indicador comienza a disminuir de forma gradual hasta finales de junio, cuando el Congreso citó a la ministra de Economía, María Antonieta Alva, en respuesta a críticas sobre la limitada llegada del crédito a las pequeñas empresas.

114 Se utiliza una regresión LOESS que significa “Locally Estimated Scatterplot Smoothing” para denotar a una técnica estadística usada para suavizar datos y encontrar patrones entre variables. Para conocer más detalles sobre la construcción del indicador se puede revisar el Recuadro 12.

Posteriormente, el indicador vuelve a incrementarse hasta mediados de agosto, coincidiendo con la implementación de la segunda fase del programa y la difusión de cifras que mostraban un mayor alcance hacia las micro y pequeñas empresas (MYPE). Sin embargo, vuelve a descender hacia mediados de septiembre, en un contexto de persistentes cuestionamientos por parte de ciertos sectores del Congreso y de la prensa. Este patrón se repite hacia finales de octubre y nuevamente a mediados de diciembre.

En el caso del indicador correspondiente al sentimiento negativo, también se observa un comportamiento cíclico, pero con una dinámica opuesta a la de la categoría positiva.

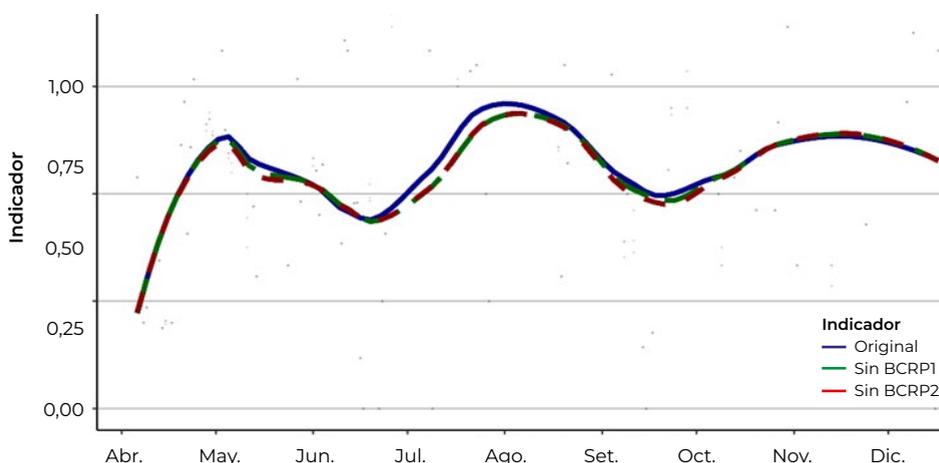
Contribución de la comunicación del BCRP al sentimiento positivo

Se analiza también la contribución marginal de la comunicación del BCRP sobre este sentimiento de noticias, lo que apunta a que una política de comunicación efectiva del BCRP eleva el sentimiento positivo sobre el programa de política objetivo.

Durante el periodo de análisis, el BCRP informó constantemente sobre el desarrollo del Programa Reactiva. Esta información se realizó a través de los canales oficiales de comunicación del Banco, el mismo que incluye – además de notas de prensa, reportes y publicaciones periódicas – las entrevistas y exposiciones de los principales funcionarios del Banco. La mayoría de las informaciones propaladas por el BCRP tienen un carácter neutral en el sentimiento, puesto que se relacionan a los resultados de las subastas, pero en otras ocasiones, la información del Banco se asocia a buenas noticias sobre Reactiva, las mismas que son capturadas por los medios.

El Gráfico 6-8 muestra el resultado del indicador suavizado si es que el Banco no hubiera comunicado al público o si los medios no hubieran divulgado las noticias positivas del Banco. Se observa un leve descenso marginal en el positivismo de las noticias.

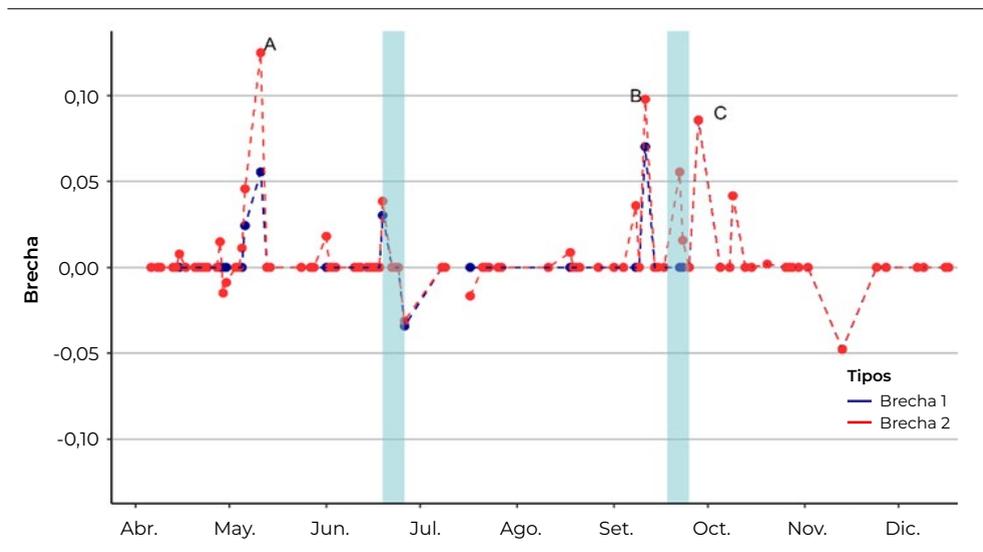
Gráfico 6-8: Indicador de sentimiento positivo contrafactual sin comunicación del BCRP



Nota: La línea original se refiere al indicador original de sentimiento. Sin BCRP1 no considera las noticias relacionadas al Reporte de Inflación y a los principales funcionarios del banco. Sin BCRP2 además retira noticias que incluían textos como "El BCRP informó" o "El BCRP precisó".

En el Gráfico 6-9 se muestra los cambios entre el indicador original y las dos posibles versiones contrafactuales de no participación de la información del BCRP. Un valor positivo de la brecha significa un aporte del BCRP en el sentimiento positivo en un determinado día. Las líneas sombreadas cubren siete días desde cada viernes en que se publicó el Reporte de Inflación de junio y setiembre de 2020. Se aprecia que en la mayoría de los casos el BCRP aportó con noticias positivas. Las noticias negativas están asociadas a información asociadas a la crisis imperante.

Gráfico 6-9: Aporte del BCRP al indicador de sentimiento positivo



Nota: Brecha 1 y Brecha 2 se refieren a la distancia entre el indicador original y lo que se hubiera obtenido si se retiraban las noticias del BCRP1 y BCRP2 del Gráfico 6-8. Un valor positivo de la brecha significa un aporte positivo del BCRP en la positividad de las noticias en un determinado día. Las líneas sombreadas cubren siete días, desde cada viernes en que se publicó el Reporte de Inflación de junio y setiembre de 2020. El Punto A se refiere a una presentación del presidente del BCRP en un conversatorio organizado por Gestión y la Universidad Continental el 11 de mayo. El Punto B se refiere a unas declaraciones del Gerente Central de Estudios Económicos del BCRP propaladas por la Agencia Andina el 11 de setiembre. El punto C se refiere a declaraciones del presidente del Directorio del BCRP del 28 de setiembre sobre la base del Reporte de Inflación de Setiembre aparecido en la agencia Andina.

En suma, se puede observar que la actividad de comunicación del BCRP es importante en el margen para coadyuvar en la percepción positiva sobre el programa. Una visión más completa del efecto de la intervención pública de las autoridades de política tendría que considerar al Poder Ejecutivo.

Recuadro 12

MODELO DE CLASIFICACIÓN DE NOTICIAS SOBRE REACTIVA

Autor: Marco Vega

En este recuadro se detalla el modelo de clasificación de noticias sobre Reactiva en positivas, negativas o neutras. Ello permite construir un indicador diario de la dinámica del sentimiento de estas noticias desde que se implementó el programa. Un sentimiento positivo primará si el número de noticias positivas prevalece en la clasificación sobre las noticias negativas. A continuación, se describirán los datos que se utilizan, los criterios de clasificación, la fórmula para construir el indicador total de sentimientos y los modelos de clasificación utilizados.

A. Datos

Los datos utilizados para la clasificación de los párrafos son los textos de las noticias en Internet sobre el Programa Reactiva, recopiladas por el Departamento de Publicaciones del BCRP. Estas noticias se extrajeron de las páginas web de diferentes medios de comunicación ya sean escritos, radiales o televisivos. Los textos referidos están originalmente en formato Microsoft Word.

El primer paso del proceso de extracción de información consistió en la lectura detallada del contenido de las noticias, prestando especial atención a atributos clave como el título, el nombre del medio informativo, la fecha de publicación y el cuerpo principal del texto. Para garantizar la correcta recopilación de estos elementos, se realizó una revisión manual de la base de datos. Este proceso abarcó un total de 233 noticias.

En una segunda etapa, las noticias extraídas fueron segmentadas en párrafos, los cuales constituyen la unidad mínima de análisis en este estudio. A partir de ello, se construyó una base de datos estructurada con seis atributos principales: la fecha de publicación, el nombre del medio informativo, el título del artículo, el índice del párrafo dentro del artículo, y el texto correspondiente a cada párrafo. El número total de párrafos registrados asciende a 2 134, lo que representa un promedio de aproximadamente nueve párrafos por noticia.

B. Clasificación del sentimiento de noticias sobre Reactiva

El procedimiento para construir el indicador de sentimiento en medios sobre el Programa Reactiva Perú se organizó en tres etapas. Primero, se realizó el etiquetado manual de un subconjunto de noticias, clasificándolas como positivas, negativas o neutras con respecto al programa. En segundo lugar, se entrenó un modelo de clasificación utilizando este subconjunto como base. El modelo entrenado se empleó para predecir la clasificación del resto de noticias en la base de datos. Finalmente, se construyó el indicador de sentimiento a partir del total de noticias ya clasificadas. A continuación, se detalla cada una de estas etapas.

Etiquetado manual

Se clasificaron manualmente 999 párrafos, seleccionados de manera aleatoria, en tres categorías de sentimiento: positivo, negativo y neutro. Este proceso se ayudó a través de la detección conjunta de ciertos adjetivos, adverbios, verbos y sustantivos, que indicaron el tono de cada párrafo. De igual manera, la Cuadro R6-2 presenta un conjunto de ejemplos relevantes que ilustran los criterios utilizados para el proceso de clasificación.

- **Categoría positiva**

Por un lado, la identificación de la categoría positiva se fundamentó en el uso de palabras asociadas a una caída en las tasas de interés, el éxito, la transparencia y el alcance de la política en un contexto de crisis. La detección de ciertos sustantivos o adverbios, junto con adjetivos o verbos específicos fue determinante para clasificar un texto como positivo. Además, la inclusión de preposiciones, adverbios, o adjetivos particulares como “ya”, “hasta”, “más”, “todos”, “también” contribuyó a la definición de esta categorización. Adicionalmente, la observación del sustantivo “garantía” se configuró como un indicador clave para la clasificación positiva.

- **Categoría negativa**

Por otro lado, la determinación de la categoría negativa se sustentó en la detección de críticas, dudas y dificultades relacionadas con el desarrollo de la política. El vínculo del Programa Reactiva con presuntos actos delictivos o procesos judiciales como corrupción, lavado de activos, y el caso Lava Jato y la Unidad de Inteligencia Financiera del Perú (UIF) se consideró un determinante negativo explícito. Además, la presencia de expresiones de exclusión respecto a la participación en el programa o la descripción de un contexto económico negativo determinó la selección del texto en esta categoría. En similar perspectiva a la clasificación positiva, la identificación conjunta de ciertos verbos asociados a determinados adjetivos o sustantivos perfiló al texto con un tono negativo. Además, la presencia de conectores lógicos, preposiciones o adverbios específicos como “sin embargo”, “no”, “sin” y “solo” aportó a la determinación de una observación negativa.

- **Categoría neutra**

Por último, la clasificación de la categoría neutra se basó en la identificación de informes sobre montos, tasas y lineamientos del programa, exentos del uso de adjetivos calificativos. Es decir, la neutralidad expresada en los textos se relacionó con una exposición puramente informativa sobre la evolución de la política o la situación económica, sin la emisión de juicios de valor. Asimismo, esta categorización se asignó cuando se observó una cantidad equivalente de oraciones negativas y positivas en el párrafo. En este marco, si se detectaba una oración con tono negativo junto con una sentencia con tono positivo, se determinaba que la sentencia representaba una observación neutral (ver Cuadro R12-1).

Cuadro R12-1: Ejemplos de criterios de clasificación manual para entrenar los modelos

Categoría	Extracto de párrafo	Categoría	Extracto de párrafo
Positivo	... beneficiar de tasas históricamente bajas...	Positivo	evitar el quiebre de la cadena de pagos
Negativo	paralización económica	Negativo	problemas de liquidez
Positivo	monto que representó dos veces el importe colocado	Positivo	crédito viene creciendo
Negativo	ninguna de las medidas beneficiará...	Negativo	demoras para implementar
Negativo	objetó la demora	Negativo	tasas sumamente elevadas
Positivo	bancos y las entidades financieras que participan del programa ya ejecutaron préstamos... en todo caso	Positivo	... se han colocado repos con garantía del gobierno...
Positivo	... el BCR realizó la vigésima sexta sesión de subastas dde Repos de Cartera con Garantía del Gobierno...	Negativo	... pero los planes grandes como Reactiva, se han demorado mucho en implementarse
Negativo	... los préstamos no solo fueron a parar a grandes corporaciones, sino que también fueron entregadas... a dos empresas supervisoras investigadas por el megacaso de corrupción Lava Jato, que accedieron a préstamos... de Reactiva Perú	Negativo	Tampoco, se ha culminado...
Negativo	... solo pudo colocar...	Negativo	hemos identificado exclusiones claras
Neutro	...la ministra de Economía y Finanzas... anunció que las tasas... del programa Reactiva Perú serán fijadas por... (BCR) bajo un mecanismo de subastas	Neutro	... no considera que se tenga espacio para nuevas reducciones, pero sí para nuevas operaciones de inyección de liquidez...

Por tanto, la información proporcionada en los artículos, relacionada con un desempeño exitoso del programa, un entorno económico optimista y una reducción en las tasas de interés, determinó la identificación de un tono positivo. En contraste, la exposición de críticas, un funcionamiento inadecuado y posibles delitos de corrupción, respecto a la ejecución del programa, así como la presentación de un escenario económico adverso y un aumento en las tasas, definieron un tono negativo. Finalmente, la presentación de especificaciones sobre las cantidades transadas, tasas y condiciones de la política delimitó un tono neutro. Además, la detección de un número similar de oraciones negativas y positivas también determinó la presencia de esta última categoría. Consecuentemente, sobre la base de estos criterios establecidos, se obtuvo la siguiente clasificación de textos: 508 positivos, 280 neutros y 211 negativos. En este sentido, se destaca la mayor presencia relativa de tonos positivos, respecto a las demás categorías.

Entrenamiento de los modelos y clasificación de párrafos

A partir de los 999 párrafos clasificados manualmente, se procedió a entrenar y validar el modelo de clasificación. Para ello, se utilizó el 80 por ciento de estos párrafos como conjunto de entrenamiento y el 20 por ciento restante como conjunto de prueba. Una vez afinado el modelo y verificada su capacidad de ajuste, se aplicó para predecir el sentimiento de los 1 135 párrafos restantes que aún no habían sido clasificados. De esta manera, se obtuvo la clasificación completa de los 2 134 párrafos mencionados previamente.

Se utilizaron dos modelos basados en técnicas de aprendizaje de máquina (*machine learning*), junto con un proceso de clasificación completamente manual. El aprendizaje de máquina se refiere a aplicaciones de inteligencia artificial que permiten a las computadoras identificar patrones y realizar tareas a partir de los datos, sin necesidad de una programación explícita para cada acción. Tanto los modelos automatizados como la clasificación manual arrojaron resultados similares, tanto en términos cualitativos como cuantitativos.

Los modelos de aprendizaje de máquina utilizados incluyeron *fastText*, una biblioteca desarrollada por Facebook que permite entrenar clasificadores de texto de manera eficiente. Adicionalmente, se empleó un modelo tipo *transformer*, específicamente una variante del modelo *Bidirectional Encoder Representations from Transformers* (BERT), con el objetivo de contrastar y validar los resultados obtenidos.

Construcción del indicador de percepción de noticias

Con la base de datos de párrafos ya clasificados, se procede a analizar el tono de las noticias publicadas entre el 6 de abril y el 17 de diciembre de 2020. El modelo de clasificación asigna a cada párrafo una probabilidad de pertenecer a una de tres categorías de sentimiento: positivo, neutro o negativo. Para determinar el sentimiento de cada noticia, se suman las probabilidades correspondientes de todos sus párrafos para cada categoría. Luego, estas sumas se normalizan de manera que la probabilidad total de cada noticia, al considerar las tres categorías, sea igual a uno.

Luego, el análisis se concentra en construir un indicador diario de sentimiento de noticias agregando sobre las noticias indexadas por día. El indicador agregado de sentimientos (IAS) se construye tomando en cuenta el promedio de la probabilidad de cada categoría (positiva, negativa y neutral) para cada día disponible. Dicho indicador se encuentra representado a través de la siguiente expresión:

$$IAS_t^s = \frac{\sum_{i=1}^{N_t} \sum_{j=1}^{M_{i,t}} S_{i,j,t}}{\sum_{i=1}^{N_t} M_{i,t}}$$

Donde el indicador IAS_t^s representa al agregado del sentimiento s (positiva, neutra o negativa) por cada día t . En esencia, la fórmula mide la proporción de noticias por ejemplo positivas en cada día como porcentaje de todas las noticias de ese día. En la fórmula $S_{i,j,t}$ representa la probabilidad de que el párrafo i perteneciente a la noticia j publicada en el tiempo t sea clasificado en la categoría s . De igual forma, $M_{i,t}$ simboliza el total de párrafos de la noticia i publicada en el día t y N_t es el número total de noticias publicadas en tal día t .

Conclusión

Los puntos del Gráfico 6-7 en el texto principal reflejan el resultado de la fórmula. Para tener una día de la tendencia subyacente en el tiempo se muestra también en el gráfico una tendencia suavizada que ayuda a sacar conclusiones sobre la dinámica del sentimiento a través del tiempo.

LECCIONES APRENDIDAS Y RECOMENDACIONES

Las acciones de política monetaria, en particular aquellas orientadas a la provisión de liquidez, tienen un objetivo macroeconómico general: preservar la estabilidad del sistema económico en su conjunto, sin estar dirigidas a beneficiar a sectores específicos. En este marco, el Programa Reactiva Perú constituyó una medida extraordinaria frente a una situación también excepcional, originada por la emergencia sanitaria. Ante la magnitud del impacto económico, se hizo necesaria una inyección de liquidez sin precedentes a nivel nacional. Esta respuesta rápida y masiva permitió evitar el colapso de la cadena de pagos y prevenir una crisis de liquidez que, de haberse materializado, habría profundizado los efectos económicos de la pandemia, como ocurrió durante la Gran Depresión de los años treinta en Estados Unidos.

Una de las principales lecciones que Bernanke extrae del análisis de la Gran Depresión en Estados Unidos es que, frente a circunstancias extraordinarias, las autoridades de política económica deben estar dispuestas a pensar más allá de los marcos convencionales, incluso si ello implica desafiar la ortodoxia dominante. En aquel entonces, la Reserva Federal actuó con excesiva cautela y lentitud en la provisión de liquidez, restringida por un enfoque de política monetaria demasiado rígido ante un evento excepcional.

La pandemia del COVID-19 fue, sin duda, un episodio igualmente inédito, tanto para el Perú como para el resto del mundo. Incluso la pandemia de la Gripe Española de 1918, pese a su devastador impacto humano, se desarrolló en un entorno económico muy distinto al actual.

Contar con un marco macroeconómico sólido —diseñado para preservar la estabilidad financiera y monetaria frente a ciclos económicos tradicionales— resulta esencial. Pero, además, es crucial que dicho marco esté preparado para desplegar instrumentos no convencionales cuando se presentan crisis de gran magnitud. En este sentido, las herramientas fiscales y monetarias utilizadas durante la pandemia fueron fundamentales para mitigar sus efectos más severos. Aunque no formaban parte del repertorio habitual de políticas aplicadas en crisis anteriores, su implementación oportuna fue decisiva para evitar un daño económico aún mayor.

La experiencia adquirida, durante la implementación del Programa Reactiva Perú, ha dejado en evidencia que la coordinación entre distintas instituciones es esencial para

alcanzar el objetivo final. En este sentido, la interacción entre el BCRP, el MEF y otras entidades públicas constituye un ejemplo destacado de cooperación interinstitucional que debería servir como referencia histórica. Este caso ofrece valiosas lecciones sobre el nivel mínimo de institucionalidad que el Perú necesita para lograr un crecimiento sostenido.

El programa se fundamentó en una coordinación efectiva entre la política monetaria y fiscal, estructurada en dos pilares principales: por un lado, la provisión de la liquidez necesaria al sistema financiero, por parte del BCRP, y, por otro, la asunción de parte del riesgo crediticio mediante garantías otorgadas por el MEF. Esta colaboración interinstitucional demuestra cómo un enfoque integrado puede enfrentar desafíos económicos complejos de manera eficiente.

Por el lado del BCRP, la credibilidad y la capacidad técnica acumulada a lo largo de las últimas décadas, le permitió implementar con éxito un programa de la magnitud de Reactiva Perú, que requería un alto grado de credibilidad para adoptar una posición altamente expansiva de política monetaria, sin generar salidas de capitales ni volatilidad en los mercados financieros. A diferencia de la crisis económica de 1998, cuando la limitada credibilidad del BCRP restringió su capacidad de respuesta, en esta ocasión la confianza consolidada en la institución posibilitó una rápida y efectiva implementación de medidas que evitaron el quiebre de la cadena de pagos. Esta capacidad de reacción oportuna mitigó significativamente el impacto de la crisis, demostrando que el fortalecimiento institucional es determinante para gestionar choques externos.

No obstante, es fundamental que este tipo de programas se utilicen únicamente en situaciones excepcionales. Por el lado del banco central, las inyecciones de liquidez deben estar alineadas con los objetivos de estabilidad monetaria, y respetar su autonomía. Desde la perspectiva fiscal, los mecanismos de garantía implican pasivos contingentes para las finanzas públicas, ya que, en caso de incumplimiento, pueden generar costos fiscales significativos.

Un elemento clave para la implementación efectiva de políticas públicas es la disponibilidad de información granular, ya que permite una mejor focalización y calibración de los programas de apoyo. En el caso de Reactiva Perú, resultó especialmente valioso el acceso a la información tributaria proporcionada por la SUNAT y a los datos crediticios administrados por la SBS, lo que facilitó una ejecución rápida y eficiente del programa.

La pandemia del COVID-19 reveló múltiples debilidades en la estructura económica del Perú, como la informalidad laboral, las brechas en infraestructura y la limitada diversificación productiva. Estas áreas deben ser abordadas como oportunidades de mejora, y las reformas estructurales deben centrarse en corregir estos fallos del pasado, con el objetivo de construir una economía más resiliente e inclusiva. Estas reformas serán clave para generar mayor confianza empresarial y, en consecuencia, impulsar mayores inversiones en el futuro, que encaminen la economía peruana hacia un crecimiento sostenido, con mayor productividad y una asignación más eficiente de recursos.

La limitada capacidad de respuesta inicial del sistema de salud llevó a implementar medidas de aislamiento social más estrictas y prolongadas para controlar la propagación

del virus. Aunque fueron pensadas para mitigar el impacto sanitario, estas restricciones provocaron una contracción económica significativa, lo que forzó el lanzamiento rápido y masivo del Programa Reactiva Perú.

Este contexto resalta la urgencia de fortalecer el sistema de salud de primera línea, como las postas médicas, que desempeñan un papel esencial en la atención primaria y la contención en situaciones de emergencia. Asimismo, subraya la necesidad de robustecer el sistema de salud en su conjunto mediante inversiones sostenidas en infraestructura, equipamiento y personal capacitado, a fin de mejorar la preparación frente a futuras crisis sanitarias.

La experiencia internacional demuestra que los países con sistemas de salud resilientes y bien preparados lograron responder de manera más eficaz a la pandemia, minimizando tanto el impacto en la salud pública como la necesidad de aplicar medidas de aislamiento prolongadas, que tienen consecuencias negativas para la economía.

BIBLIOGRAFÍA

Acurio, B., Pardo, R., Peydró, J., & Pozo, J. (2023). *The impact of Reactiva on the real economy and on bank risk-taking.* Documento de trabajo BCRP N° 2023-005. Banco Central de Reserva del Perú.

Acurio, B., & Tomarchio, A. (2025). *The effects of business credit support programs: Evidence from a regression discontinuity design,* Documento de trabajo BCRP N° 2025-001. Banco Central de Reserva del Perú.

Albertazzi, U., Bijsterbosch, M., Grodzicki, M., Metzler, J., & Marques, A. P. (2020). Potential impact of government loan guarantee schemes on bank losses. *Financial Stability Review.*

Banco Mundial. (2015). *2014-2015 West Africa Ebola crisis: impact update.* World Bank, Understanding Poverty Macroeconomics.

Banco Mundial. (2020). *Global economic prospects,* junio 2020.

Banco Mundial. (2024). Perú panorama general. Recuperado de: <https://www.bancomundial.org/es/country/peru/overview#3>

BCRP. (2020). *El choque del COVID-19: descomposición entre oferta y demanda.* En Reporte de Inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2022, setiembre 2020

BCRP. (2020). *Reporte de estabilidad financiera,* noviembre 2020.

BCRP. (2020). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2020-2022.* Diciembre 2020

BCRP. (2021). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2023.* Junio 2021

BCRP. (2021). *Reporte de inflación: Panorama actual y proyecciones macroeconómicas 2021-2023.* Diciembre 2021

BCRP. (2021). *Efectos del programa Reactiva sobre la morosidad del sistema financiero.* (2021). En Reporte de estabilidad financiera, noviembre 2021.

Bernanke, B. (2015). *The courage to act: A memoir of a crisis and its aftermath.* W. W. Norton & Company.

Boydston, A., Hardy, A. & Walgrave, S. (2014). Two faces of media attention: Media storm versus non-storm coverage. *Political Communication,* 31(4), 509-531.

Burga, C., Cuba, W., Díaz, E., & Sanchez, E. (2023). *Loan guarantees and bank incentives: Evidence from Covid-19 relief funds in Peru.* Documento de trabajo BCRP N° 2023-001. Banco Central de Reserva del Perú.

Carstens, A. (29 de marzo de 2020). *Bold steps to pump coronavirus rescue funds down the last mile.* *Financial Times.* Recuperado de: <https://www.ft.com/content/5a1a1e9c-6f4d-11ea-89df-41bea055720b>

Casavilca, P., & Sarmiento, M. T. (2024). *Assessing the impact of the Reactiva program: Credit, debt, and labor demand effects during the COVID-19 pandemic in Peru.* Documento de trabajo. Recuperado de: https://pedrocasavilcasilva.github.io/MyWebsite/Casavilca_and_Sarmiento_REACTIVA.pdf

CBS News. (15 de marzo de 2019). The Chairman Part 1 [Archivo de Video]. YouTube. <https://www.youtube.com/watch?v=odPfHY4ekHA>

Cerón, M., Cisneros, G., & Nivín, R. (2023). *Impact of the loan guarantees program Reactiva on the performance of Peruvian companies.* Documento de trabajo N° 18-2023; IHEID Working Papers series.

Céspedes, L. F., Chang, R., & Velasco, A. (2022). The macroeconomics of a pandemic: A minimalist framework. *Journal of International Money and Finance*, 127, 102674

Céspedes, N., & Gonzales, L. (2025). *El programa reactiva y sus efectos reales en las empresas peruanas.* Documento de trabajo BCRP N° 2025-002. Banco Central de Reserva del Perú.

Chicana, D., & Nivín, R. (2021). *Evaluating growth-at-risk as a tool for monitoring macro-financial risks in the Peruvian economy.* Documento de Trabajo N° 07-2021; IHEID Working papers series.

Choy, M., Costa, E., & Churata, E. (2015). Radiografía del costo del crédito en el Perú. *Revista Estudios Económicos*, 30, 25-55.

Csardi, G., & Nepusz, T. (2006). The Igraph software package for complex network research. *InterJournal, Complex Systems*, 1695, 1-9.

Didier, T., Huneus, F., Larraín, M., & Schmukler, S. (2021). Financing firms in hibernation during the COVID-19 pandemic. *Journal of Financial Stability*, 53, 100837.

Escobar, F. (2003). Reflexiones en torno al contrato de reporte. *Ius et Veritas*, (26), 53-66. Recuperado de: <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/iusetveritas/article/view/16235>

Falagiarda, M., Prapiestis, A., & Rancoita, E. (2020). Public loan guarantees and bank lending in the COVID-19 period. *Economic Bulletin Boxes*, 6.

Fondo Monetario Internacional (12 de febrero de 2021). *Perú: Declaración final de la misión de la Consulta del Artículo IV de 2021.* Recuperado de: <https://www.imf.org/es/News/Articles/2021/02/12/mcs021221-peru-staff-concluding-statement-of-the-2021-article-iv-mission>

Friedman, M., & Schwartz, A. J. (2008). *A Monetary History of the United States, 1867-1960.* Princeton University Press.

Goodhart, C., & Lastra, R. (2018). Populism and central bank independence. *Open Economies Review*, 29, 49-68.

Hidalgo, A. (2022). *Análisis del programa Reactiva Perú y su implicancia en la economía nacional* [Tesis de licenciatura]. Universidad de Piura.

Humala, A. (2020). Programas de apoyo al crédito por el COVID-19: Experiencia internacional. *Revista Moneda*, (183), 14-20.

International Trade Centre (2020). *SME competitiveness outlook 2020: COVID-19: The great lockdown and its impact on small business.* Geneva.

Jordà, Ò., Singh, S. & Taylor, A. (2020). La larga resaca económica de la pandemia. FMI, *Finanzas & Desarrollo* 57 (2), 12-15.

Kamiche, J., Castro, J. F., Casas, C., & Basurto, M. P. (2024). *Evaluación de Impacto del programa de garantías “Reactiva Perú”* [Presentación en PowerPoint]. Universidad del Pacífico.

Kose, M. A., & Sugawara, N. (15 de junio de 2020). *Understanding the depth of the 2020 global recession in 5 charts.* *World Bank Blogs.* Recuperado de: <https://blogs.worldbank.org/en/opendata/understanding-depth-2020-global-recession-5-charts>

Kose, M. A., Sugawara, N., & Terrones, M. E. (2020). *Global recessions.* Policy Research working paper N° 9172. World Bank.

Martinelli, C., & Vega, M. (2018). *La historia monetaria y fiscal del Perú, 1960-2017: Experimentos radicales de política, inflación y estabilización.* Documento de Trabajo BCRP N° 2018-007. Banco Central de Reserva del Perú.

Medina, R., Mendoza, C., & Ramos, S. (2021). *Análisis de los Repos como mecanismo de generación de liquidez del Banco Central de Reserva del Perú. Caso “Reactiva Perú”* [Tesis de maestría]. Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas.

Mendoza, C., Gutiérrez, B., & Romero, D. (2022). *Garantías gubernamentales y la oferta de crédito: El caso Reactiva Perú* Documento de trabajo SBS N° 04-2022. Superintendencia de Banca, Seguros y AFP.

Mongrut, S., Alberti, F., Fuenzalida, D., & Akamine, M. (2011). Determinantes de la insolvencia empresarial en el Perú. *Academia, Revista Latinoamericana de Administración* 47, 126-139.

Montoro, C. (2020). El programa Reactiva Perú. *Revista Moneda*, (182), 24-33.

Over, M. (2014, septiembre). Aversion behavior exacerbates the economic impact of Ebola. Center for Global Development. Recuperado de: <https://www.cgdev.org/blog/aversion-behavior-exacerbates-economic-impact-ebola>

Peña, R., & Yauri, Y. (2023). *Análisis del programa Reactiva Perú y sus implicancias en el crecimiento económico y empleo* [Tesis de licenciatura]. Universidad Nacional de San Antonio Abad del Cusco.

Pérez Forero, F. (2024). *Exploring the presence of nonlinearities in the Peruvian economy - monetary policy implications.* Documento de trabajo BCRP N° 2024-017. Banco Central de Reserva del Perú.

Pomasunco, D., & Miranda, G. (2021). Reactiva Perú: operatividad e implementación. *Revista Moneda*, (186), 33-39.

Pomasunco, D., & Miranda, G. (2022). Modalidades de operaciones de reporte del BCRP ante los efectos adversos del COVID-19. *Revista Moneda*, (192), 47-54.

Pozo, J., & Rojas, Y. (2022). *Unconventional credit policy in an economy under zero lower bound.* BIS working papers N° 1019. Bank for International Settlements.

Rudolph, H. P., Diaz Kalan, F. A., & Miguel Liriano, F. (2022). *Challenges of public credit guarantee schemes in Latin America during the pandemic.* Policy research working paper N° 9895. World Bank.

Sachs, J., & Larrain, F. (2002). *Macroeconomía en la economía global.* (2da ed.). México: Prentice Hall, Pearson Educación.

Sánchez, E., & Castro, F. (2020). Reactiva Perú y la estabilidad del sistema financiero. *Revista Moneda*, (182), 19–23.

Seguin, C. (2016). Cascades of coverage: Dynamics of media attention to social movement organizations. *Social Forces*, 94(3), 997-1020.

Naruse, S. (2023). Evolución del mercado de fondos interbancarios y su impacto en la formación de la tasa interbancaria. *Revista Moneda*, (195), 16-21.

Stiglitz, J. E., Shiller, R. J., Gopinath, G., Reinhart, C. M., Posen, A., Prasad, E., Tooze, A., Tyson, L. D., & Mahbubani, K. (15 de abril de 2020). *How the economy will look after the coronavirus pandemic*. *Foreign Policy*. Recuperado de: <https://foreignpolicy.com/2020/04/15/how-the-economy-will-look-after-the-coronavirus-pandemic/>

Vega, M., Mendoza, P. & Salazar, R. (2025). *Percepciones sobre el programa Reactiva Perú*. Manuscrito por publicarse.

Zacarías, A. (2021). *Política fiscal y monetaria conjunta en tiempos de emergencia. El programa Reactiva Perú: Diseño, implementación y resultados* [Tesis de licenciatura]. Pontificia Universidad Católica del Perú.

Anexo I

TESIS CONSIDERADAS PARA EL ANÁLISIS DE CASOS PARTICULARES

1. Aceituno, M., & García, R. (2022). *Cuentas por Pagar y el Rendimiento Financiero de REACTIVA PERU en las MYPES del sector droguería en el distrito de Juliaca, 2020* [Universidad César Vallejo].
2. Alvaro, C., & Marin, L. (2022). *El tratamiento de los gastos financieros de Reactiva Perú y su efecto en la determinación del Impuesto a la Renta en empresas mineras en Lima Centro, año 2020-2021* [Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas].
3. Archenti, L., & Garcia, A. (2021). *Análisis del Financiamiento de Reactiva Perú, en la Empresa T&G informática S. A.C., Miraflores, 2020* [Universidad César Vallejo].
4. Arnao, C. (2022). *El programa Reactiva Perú y la liquidez en las empresas de servicios de eventos* [Universidad Nacional del Callao].
5. Bernal, K., & Huancaruna, A. (2020). *Impacto del Programa Reactiva Perú en la liquidez, en una empresa comercializadora de equipos de laboratorio, Lima, 2020* [Universidad César Vallejo].
6. BIASONI, D., & Salazar, M. (2020). *Aplicación del Programa Reactiva Perú y su incidencia en el capital de trabajo, empresa M&M Ingeniería Obras y Servicios EIRL, Chiclayo* [Universidad César Vallejo].
7. Caballero, M., & Sánchez, E. (2022). *El financiamiento del Préstamo Reactiva Perú y su incidencia en la Liquidez de las Empresas del Sector Construcción del distrito de San Isidro, año 2020* [Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas].
8. Camas, E., & Becerra, R. (2021). *Préstamo Reactiva Perú y su efecto en el impuesto a la renta en Cobrecon S.A. en el año 2021* [Universidad Tecnológica del Perú].
9. Carrasco, J. (2022). *La aplicación del programa Reactiva Perú y su incidencia en la rentabilidad de empresas del sector transporte, Sullana 2020 - 2021* [Universidad César Vallejo].
10. Carreño, S., & Correa, J. (2021). *Impacto del Programa Reactiva Perú en la liquidez de la empresa Grupo V & P Barrientos Sociedad Comercial de Responsabilidad Limitada - 2020* [Universidad César Vallejo].
11. Castillo, R. (2023). *Reactiva Perú y su efecto en la situación económica y financiera de la empresa Premezclados Ken S.A.C., 2021* [Universidad Nacional de Trujillo].
12. Castro, E., & Miranda, J. (2020). *Crédito Reactiva Perú y su efecto como inversión para MYPES comerciales del centro comercial Plaza Ferretero Lima - 2020* [Universidad César Vallejo].
13. Chapoñan, V., & Rivera, K. (2020). *Medidas económicas del gobierno por el covid-19 y su impacto en la situación económica-financiera de la empresa "Transporte Lamar S.A.C." I Semestre 2020, Nuevo Chimbote* [Universidad César Vallejo].
14. Chavez, E. (2021). *Eficacia del programa de garantías Reactiva Perú decreto legislativo 1455 en adecuada liquidez de empresas por impacto covid-19, Arequipa, 2020* [Universidad Alas Peruanas].
15. Chunga, L. (2021). *Financiamiento del Programa reactiva Perú y su relación con el proceso de formalización en las MYPES del sector comercial del mercado Modelo de Piura 2020* [Universidad César Vallejo].
16. Cieza, R., & Ogoño, J. (2020). *Nivel de aceptación del FAE-MYPE y Reactiva Perú en Las MYPE del sector textil del Distrito Piura, 2020* [Universidad César Vallejo].

17. Concha, S., & Condori, L. (2021). *El programa Reactiva y la reposición de fondos de capital de las empresas del rubro venta de repuestos de motocicletas, distrito de Tambopata, periodo 2020* [Universidad Nacional Amazónica de Madre de Dios].
18. Contreras, N. (2022). *Programa Reactiva Perú y su impacto en la rentabilidad de la CMAC Piura SAC, 2020-2021* [Universidad Alas Peruanas].
19. Coronel, V., & Irigoín, R. (2022). *Incidencia del programa Reactiva Perú en la liquidez de la empresa Consultura & Construcción Elirid SAC - Chiclayo* [Universidad Señor de Sipán].
20. Cruz, J. (2021). *Programa Reactiva Perú y su incidencia en la liquidez de la empresa Aquanoah E.I.R.L., periodo 2020* [Universidad César Vallejo].
21. Damian, L. (2020). *Medidas de reactivación económica impuesta por el Estado Peruano y su impacto en el desarrollo económico de las MYPES del distrito de Piura, durante la etapa post COVID-19,2020* [Universidad César Vallejo].
22. Frisancho, M., & Sucñer, D. (2021). *El Impacto del Crédito Reactiva Perú, en la Utilidad Neta de la Empresa Red Centro Comunicaciones E.I.R.L – Andahuaylas Periodo 2020* [Universidad César Vallejo].
23. Ghattas, J. (2023). *Impacto del programa Reactiva Perú en crecimiento económico de los sectores hotelero y de restaurantes en el Perú, periodo 2021* [Universidad Privada del Norte].
24. Giraldo, K. (2022). *Evaluación de la gestión financiera del programa Reactiva Perú con incidencia en la liquidez empresa Travel Shop SAC, 2020* [Universidad Ricardo Palma].
25. Hernandez, E., & Marin, T. (2022). *Impacto de la covid-19 en la solvencia financiera de una empresa constructora de la ciudad de Trujillo, año 2020* [Universidad Privada del Norte].
26. Izquierdo, M. (2021). *Apalancamiento Financiero del programa Reactiva Perú y la Rentabilidad de las MYPES del Sector Agrario - Manufacturero, Región Cajamarca, 2021* [Universidad César Vallejo].
27. Lopez, A., & Portilla, F. (2021). *El crédito "Reactiva Perú" y su contribución a la liquidez de las empresas de hoteles y restaurantes de la ciudad de Tarapoto, 2020* [Universidad Nacional de San Martín].
28. Lopez, M., & Zapata, Y. (2021). *El Programa Reactiva Perú y su incidencia en la Situación Financiera de la Empresa Eco Construcciones S.A.C, Ancash-2020* [Universidad César Vallejo].
29. Lulichac, I., & Salas, I. (2023). *Incidencia de los préstamos de Reactiva Perú en la capacidad de endeudamiento de microempresas del Barrio Comercio Tarapoto, 2022* [Universidad César Vallejo].
30. Maguiña, E., & Varillas, E. (2023). *Reactiva Perú y la liquidez de la empresa Llantas San Martin S.R. Ltda,2020* [Universidad de Ciencias y Humanidades].
31. Martinez, A., & Pérez, M. (2020). *Programa Reactiva Perú para la restablecer la liquidez de la empresa JKMB Generales SRL, Chimbote 2020* [Universidad César Vallejo].
32. Mejia, P. (2023). *Repercusión del Préstamo del Programa Reactiva Perú en la Presentación de los Estados Financieros de la Empresa Química Especializada S.A. Periodo 2020* [Universidad Ricardo Palma].
33. Montes, C. (2021). *Financiamiento por el Programa Reactiva Perú y el efecto en la rentabilidad en las pequeñas empresas de textiles, Gamarra 2020* [Universidad César Vallejo].

34. Moreno, W., & Ruiz, K. (2023). *Programa Reactiva Perú y su impacto en la rentabilidad de las empresas del sector construcción de Lima, año 2020* [Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas].
35. Nina, F., & Romero, R. (2022). *Créditos financieros del Programa Reactiva Perú y su incidencia en la liquidez de las MYPE del centro comercial Paraíso, Cusco, 2020* [Universidad César Vallejo].
36. Ortiz, A., & Palomino, S. (2022). *El programa Reactiva Perú y su incidencia en la gestión financiera de la empresa transportes Becharri S.A.C. periodo - 2020* [Universidad Autónoma del Perú].
37. Palpa, Y. (2022). *Reactiva Perú y la Liquidez en la EMPRESA TERMINAL TERRESTRE DE HUANCAYO S.A. 2021* [Universidad Peruana de los Andes].
38. Piedra, L. (2022). *Financiamiento Reactiva Perú y su rentabilidad en la Empresa Gruas & Talleres SAC, Chorrillos, 2020 - 2021* [Universidad César Vallejo].
39. Pretel, U., & Sanchez, L. (2022). *Reactiva Perú y su efecto en la liquidez de la Empresa Metalúrgica Vulcano S.A.C. en Huachipa, periodo 2020* [Universidad César Vallejo]. <https://hdl.handle.net/20.500.12692/103724>
40. Renojo, E., & Sedano, Z. (2021). *Financiamiento Reactiva Perú para mejorar la rentabilidad en la clínica Santa Cruz Corporation SAC - 2020* [Universidad Nacional del Centro del Perú].
41. Riveros, M. (2021). *Reactiva Perú de las MYPE en tiempos de Covid-19, Comas, 2020* [Universidad César Vallejo].
42. Sudario, E. (2021). *Programa Reactiva Perú y su impacto en el Capital de Trabajo de las Empresas Comerciales, Los Olivos - 2020* [Universidad César Vallejo].
43. Taype, A. (2021). *Financiamiento Reactiva Perú para impulsar la liquidez de la empresa Inversiones Dionisio S.A.C. - Lima 2020* [Universidad César Vallejo].
44. Torres, L. (2021). *Financiamiento del Programa REACTIVA PERÚ y su incidencia en la situación financiera de la empresa LION GRAF S.R.L., Lima, 2020* [Universidad César Vallejo].
45. Ulco, Y., & Vallejos, C. (2023). *Medidas implementadas por el gobierno peruano durante la pandemia en el capital de trabajo de la empresa TOURS ANGEL DIVINO S.A.C. Chiclayo en el Año 2020* [Universidad Tecnológica del Perú].
46. Vásquez, G., & Sarase, D. (2023). *El programa de garantía Reactiva Perú y su impacto financiero en las empresas gastronómicas en el distrito de San Isidro, año 2021* [Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas].
47. Vasquez, L. (2022). *Financiamiento a través del programa Reactiva Perú y su impacto en la liquidez. Caso de análisis: Janos, 2020* [Universidad Privada del Norte].
48. Vásquez, R., & Vejarano, N. (2020). *Programa Reactiva Perú y su impacto en la liquidez de la empresa "MC Negocios y Servicios S.A.C.", I semestre - 2020, Chimbote* [Universidad César Vallejo].
49. Velasquez, B. (2022). *El impacto del COVID-19 en la rentabilidad de la empresa Barrón Sistemas Sociedad Anónima Cerrada, Lima periodo 2020* [Universidad Tecnológica del Perú].
50. Ynga, C., & Pujadas, J. (2023). *Los créditos del Programa Reactiva Perú y su impacto en la Liquidez de las empresas del sector textil en el distrito de La Victoria, años 2020-2021* [Universidad Peruana de Ciencias Aplicadas].

Anexo II
ANEXO METODOLÓGICO SOBRE EL RECUADRO 10:
EVOLUCIÓN DEL HONRAMIENTO DE LOS CRÉDITOS DEL
PROGRAMA REACTIVA PERÚ

Autor: Marcelino Cueto

El objetivo de este anexo metodológico es detallar las fuentes de información y procedimientos para las estimaciones de los cuadros y gráficos presentados.

La fuente de información principal es el Reporte Crediticio Consolidado (RCC) que la SBS consolida y comparte mensualmente con las entidades supervisadas del sistema financiero para la evaluación de riesgo de sus potenciales clientes. Esta contiene millones de registros de todos los créditos del país a nivel de: segmento de crédito (identificado de la cuenta contable)-cliente-entidad financiera crediticia por cada mes. Debido a la magnitud de la base de datos podría contener en alguna medida errores de registro y procesamiento.

Los saldos del total del programa provienen de la base de datos de créditos Reactiva de COFIDE para la consistencia con el total del programa.

Además, se hace uso de una base de datos de solicitudes de honramientos de la garantía del crédito Reactiva y la relación de agentes consolidadas del balance sectorial institucional que permite la sectorización de las empresas.

1. Crédito Reactiva por Fase de Reprogramación y Créditos Reactiva Pagados

Los saldos de créditos Reactiva de la Fase 1 y Fase 2 para créditos vigentes y vencidos (con algún atraso mayor a 15 días para corporativo, gran y mediana empresa, y mayor a 30 días para pequeña y microempresa, lo que incluye créditos refinanciados, vencidos y en cobranza judicial según el manual de contabilidad financiero de la SBS) se identifican del RCC [cuentas 810811 y 810812 del plan de cuentas financiero de la SBS, con denominación "Créditos reprogramados - DU N° 026-2021" y "Créditos reprogramados - DU N° 011-2022", respectivamente]. Por consistencia con el total del programa Reactiva, los créditos sin reprogramar son el residuo de los identificados de la Fase 1 y Fase 2:

$$\text{Crédito sin reprogramar} = \text{Crédito Reactiva total} - \text{Créd. rep. F1} - \text{Créd. rep. F2}$$

Donde *Créd. rep. F1(2)* son los créditos reprogramados en la Fase 1(2).

Por otro lado, los créditos Reactiva pagados se aproximan por la reducción de saldos del crédito Reactiva total, respecto al crédito Reactiva vigente [cuentas 810801 para créditos reactiva sin reprogramar; 81081102, 81081110, 81081111, 81081112, 81081113, para reprogramados en la primera fase; 81081202, 81081210, 81081211, 81081212, 81081213 para reprogramados en

la segunda fase] y vencido¹¹⁵ (identificados del RCC), y los montos de honramiento de las garantías (de las solicitudes):

$$\text{Créd. pagado} = \text{Créd. Reactiva total} - \text{Créd. vigente} - \text{Créd. vencido} - \text{Créd. honrado}$$

2. Morosidad de empresas no Reactiva: Créditos Castigados y Ratios de Castigos para créditos colocados en periodo Reactiva

Las empresas no Reactiva, refiere a aquellas que no recibieron crédito Reactiva alguno. Los créditos colocados en periodo Reactiva se identifican (usando el RCC) por el incremento de saldos en el periodo en que las colocaciones de crédito Reactiva estuvieron vigentes: mayo a diciembre 2020. Se excluyen créditos cuyo saldo no creció en dicho periodo.

$$\text{Créd. colocados periodo reactiva} = \text{Créd. total dic2020} - \text{Créd. total may2020}$$

Para este grupo de crédito por segmento-agente-banco, se identifica sus créditos castigados [cuenta 810302 "Créditos castigados"] acumulados desde mayo de 2020 hasta enero de 2025 como:

$$\text{Créd. castigado} = \text{Créd. castigado ene2022} - \text{Créd. castigado may2020}$$

Para el cómputo de los ratios de castigos se divide este último respecto al crédito colocado:

$$\text{Ratio de castigos} = \frac{\text{Créd. castigado}}{\text{Créd. colocados periodo reactiva}}$$

Eso es una medida de comparación cercana a la tasa de honramientos de Reactiva. Sin embargo, dado que los honramientos se gatillan por días de retraso en los créditos, se debería adicionar la morosidad reciente de este grupo. Así, un ratio de castigos ajustado incluye los créditos vencidos y en cobranza judicial del mes más reciente:

$$\text{Ratio de castigos y vcdos.} = \frac{\text{Créd. castigado} + \text{créd. vencidos} + \text{créd. cobranza jud.}}{\text{Créd. colocados periodo reactiva}}$$

¹¹⁵ Incluye cuentas de créditos Reactiva refinanciados, vencidos, y en cobranza judicial 810804, 810805, 810806 para sin reprogramar; 8108114, 8108115, 8108116, 8108117, 8108118, 81081125, 81081126, 81081127, 81081128, 81081129, 81081130, 81081131, 81081132, 81081133, 81081134 para reprogramados en la primera fase; 81081214, 81081215, 81081216, 81081217, 81081218, 81081225, 81081226, 81081227, 81081228, 81081229, 81081230, 81081231, 81081232, 81081233, 81081234 para reprogramados en la segunda fase.

Reactiva:

Diseño y resultados

ISBN: 978-9972-53-081-4

