

<p>Medidas de política monetaria</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Proveer de liquidez al sistema financiero por más de S/. 35 mil millones para impedir la parálisis del sistema financiero (equivale aprox. 9 % del PBI). 2. Venta de dólares para reducir la volatilidad cambiaria. 3. Operaciones del BCRP para reducir las tasas de interés del mercado de bonos. 	<p>Medidas de política monetaria</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Disminución de la tasa de interés de referencia de 6,5% a 1,25% para mantener la inflación en el rango meta. 2. Operaciones monetarias para dar mayor liquidez y acelerar la reducción de las tasas de interés.
<p>Resultados</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Normal funcionamiento de la cadena de pagos. 2. Niveles adecuados de liquidez en moneda nacional y extranjera. 3. Reducción de la volatilidad del tipo de cambio. 	<p>Resultados</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. Retorno al rango meta de inflación a partir de julio 2009. 2. Normal funcionamiento del sistema financiero. 3. Reducción de las tasas de interés de largo plazo.

RECUADRO 5
REGULACIÓN Y SUPERVISIÓN MACRO-PRUDENCIAL: PRIMERAS LECCIONES
DE LA CRISIS FINANCIERA INTERNACIONAL

La actual crisis financiera global ha generado un consenso creciente entre académicos y autoridades económicas de que es importante fortalecer el enfoque macro-prudencial de la regulación y la supervisión para contribuir con la estabilidad financiera.

El enfoque de regulación y supervisión macro-prudencial es aquel que está orientado al sistema financiero en su conjunto, con el objetivo de reducir los costos macroeconómicos de episodios de dificultad financiera. En contraste, el enfoque micro-prudencial está orientado a las instituciones financieras en forma individual. La principal diferencia entre ambos es que el enfoque macro considera que el riesgo agregado depende del comportamiento colectivo de las instituciones financieras, es decir, es endógeno a las decisiones individuales de dichas instituciones. Por otro lado, el enfoque micro-prudencial presta su atención en las instituciones financieras individuales y considera el riesgo agregado como independiente de sus acciones.

Un enfoque macro-prudencial en la regulación y la supervisión del sistema financiero es importante principalmente por los altos costos que genera la inestabilidad financiera en actividad económica y en el bienestar de los individuos¹⁰. Asimismo, si se evalúa la solidez de las instituciones financieras

10 Por ejemplo, Hoggarth y Saporta (2001) estiman para 43 episodios de crisis bancarias una pérdida promedio entre 16,3 y 16,9 por ciento del PBI.

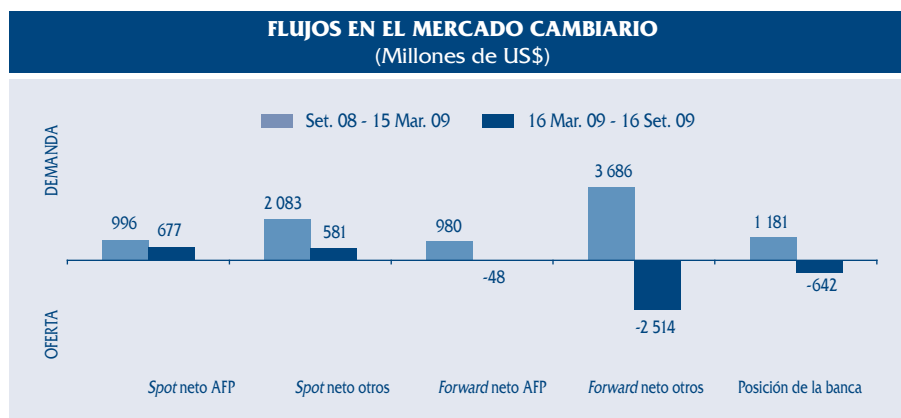




de forma independiente se estaría ignorando un factor de riesgo importante, pues es frecuente encontrar entre instituciones exposiciones comunes a los mismos factores de riesgo.

En el Perú, se ha podido observar claramente en este último episodio de turbulencia financiera (setiembre 2008-febrero 2009) la necesidad de contar con regulaciones macro-prudenciales que impidan que decisiones individuales de instituciones financieras generen impactos negativos sobre el bienestar de la sociedad, en particular en una economía dolarizada como la nuestra. En los países industrializados cuyos mercados de capitales están muy desarrollados, la evolución del precio de los activos financieros o de bienes raíces son relativamente más importantes para evaluar la estabilidad del sistema financiero. Sin embargo, en economías emergentes con mercados de capitales todavía en desarrollo y con alto grado de dolarización financiera, el tipo de cambio se constituye en una variable importante para la estabilidad financiera.

En el gráfico siguiente se muestra cómo desde setiembre de 2008 cuando se agudiza la crisis financiera internacional, los bancos y las AFPs decidieron aumentar sus posiciones en dólares presionando al mercado cambiario. Así, entre setiembre y marzo las AFPs incrementaron su posición en dólares en casi US\$ 2 000 millones y los bancos lo hicieron en casi US\$ 1 200 millones.



En el Perú, a diferencia de otros países, la posición de cambio de los bancos puede estar larga en dólares hasta el 100 por ciento de su patrimonio, cuando ésta no debiera superar el ratio de dolarización de sus activos, que es alrededor de 50 por ciento. Chile y Colombia, por ejemplo, tienen un límite de posición de cambio de los bancos equivalente al 20 por ciento de su patrimonio.

Asimismo, a diferencia de Chile, en el Perú no hay límite prudencial a la exposición al riesgo cambiario de las AFP, por lo que no está acotado el riesgo cambiario. Por ello, es recomendable evaluar el establecimiento de un límite sobre la posición larga o descubierta en dólares de las AFP.

El desarrollo del mercado de capitales requiere también la existencia de títulos de largo plazo que puedan fondear los créditos de largo plazo de los bancos. Es por ello importante la creación de los bonos hipotecarios cubiertos en soles, instrumentos de largo plazo cuya característica principal

es la seguridad que brinda al inversionista. Ello permitiría un fondeo más barato a los bancos, debido al menor riesgo, y un calce de sus operaciones de crédito hipotecario. Asimismo, brindaría instrumentos de largo plazo para las AFP y las compañías de seguros.

Actualmente, la gran mayoría de las pensiones del sistema privado se otorgan en dólares pues sólo existen dos opciones para elegir: en dólares o indexadas a la inflación. Como hay escasez de papeles indexados a la inflación (VAC) que permitan un calce adecuado, las compañías de seguros sólo ofrecen mayormente la opción de dólares, lo que ha generado una pérdida importante para los pensionistas debido a la apreciación cambiaria. Las opciones de pensión en soles podrían ser: pensiones nominales; pensiones indexadas a la inflación o; pensiones reajustables. La legislación comparada (incluidas economías dolarizadas parcialmente) muestra que las pensiones de jubilación se otorgan en moneda nacional.

Este conjunto de medidas de regulación macro-prudencial son indispensables en una economía dolarizada como la nuestra para evitar que decisiones individuales afecten la solidez del sistema financiero y para lograr un mercado de capitales más desarrollado y que el sistema privado de pensiones sirva efectivamente para brindar mejores pensiones futuras a sus afiliados.

