

**esan**

DEPARTAMENTO DE INVESTIGACION

# **eficiencia del mercado de capitales peruano**

**Por**

**Guillermo Garrido Lecca**

**Gerald T. O'Mara**

Serie: Documento de Trabajo No. 6

Diciembre de 1975

LIMA - PERU

Escuela de Administración de  
Negocios para Graduados  
ESAN  
Departamento de Investigación

## EFICIENCIA DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO

por:

Guillermo Garrido Lecca  
Gerald T. O'Mara

Serie: Documento de Trabajo N°6

Reproducimos el presente análisis tal como fue  
producido en 1972 en atención al interés mos-  
trado por el ambiente académico nacional.

El análisis es uno de los productos del estudio  
"MERCADO DE CAPITALES EN EL PERU", el  
que estuvo financiado principalmente por la  
O. S. A. y por ESAN.

Diciembre de 1975

En la realización del estudio el equipo de  
ESAN trabajó muy estrechamente con el perso-  
nal de la entonces Comisión Nacional de Va-  
lores, al que debe ir en parte el crédito de  
este trabajo.

Lima, Diciembre 1975

## CONTENIDO

Introducción	
Capítulo I. Marco analítico	2
Capítulo II. Evaluación de la eficiencia del sistema de precios en el sector financiero	7
Capítulo III. Agilización del criterio de eficiencia al mercado de capitales peruano	13
Capítulo IV. Flexibilidad	28
Capítulo V. Otros aspectos del mercado de capitales	35

Reproducimos el presente análisis tal como fue producido en 1972 en atención al interés mostrado por el ambiente académico nacional.

El análisis es uno de los productos del estudio MERCADO DE CAPITALES EN EL PERU, el que estuvo financiado principalmente por la O. E. A. y por ESAN.

En la realización del estudio el equipo de ESAN trabajó muy estrechamente con el personal de la entonces Comisión Nacional de Valores, al que debe ir en parte el crédito de este trabajo.

Lima, Diciembre, 1975

## CONTENIDO

	<u>Pag.</u>
Introducción	1
Capítulo I. Marco analítico	2
Capítulo II. Evaluación de la eficiencia del sistema de precios en el sector financiero	9
Capítulo III. Aplicación del criterio de eficiencia al mercado de capitales peruano	13
Capítulo IV. Flexibilidad	33
Capítulo V. Otros aspectos del mercado de capitales peruano y su relación con la distribución del ingreso	46

## I N T R O D U C C I O N

El presente documento persigue evaluar desde el punto de vista económico, la eficiencia de la asignación de recursos por el sector financiero peruano, utilizando principalmente el sistema de precios como indicador de la evidencia de una eficiente asignación. Esto es, luego de haber descrito y analizado en forma aislada e independiente los distintos aspectos de cada una de las partes del Mercado de Capitales Peruano<sup>1/</sup>, corresponde ahora estudiar la actuación del sector financiero en su totalidad. Por lo tanto, este trabajo es parte de un amplio estudio del mercado antes mencionado, en el que se define el período de análisis como aquel comprendido entre los años 1960-1970.

---

1/ Para mayor detalle de la información presentada, el lector puede referirse a:

Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero Vega, Guillermo Gastañeta C. de A., El Mercado Formal de Capitales en el Perú: Instituciones e Instrumentos, Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN - Comisión Nacional de Valores, 1972.

Guillermo Garrido Lecca A. C. y Gerald O'Mara, El Mercado Informal de Crédito en el Perú, Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN - Comisión Nacional de Valores, 1972.

Manuel Cobo del Prado C. y Guillermo Garrido Lecca A. C., Estudio Piloto de Activos y Pasivos Financieros y sus Interrelaciones Sectoriales en los años 1965, 1970, Comisión Nacional de Valores - Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN, 1972.

Manuel Cobo del Prado C., Guillermo Garrido Lecca A. C. y Gerald O'Mara, Modelo de Comportamiento del Mercado de Capitales Peruano: Ensayo Económico para la Década 1960-1969. Comisión Nacional de Valores - Escuela de Administración de Negocios para Graduados, ESAN.

## EL MARCO ANALITICO

Como se indicó en la sección introductoria, corresponde ahora estudiar la actuación del sector financiero en su totalidad, es decir, como una unidad, lo que significa un cambio en el enfoque de la modalidad de análisis a utilizarse, pasando del equilibrio a uno general. En otras palabras, examinaremos la posición de equilibrio del mismo cuando todos sus componentes poseen la libertad de variar. Es decir un análisis de equilibrio general exige el reconocimiento explícito de la naturaleza de la interrelación existentes entre todos los sub-mercados que constituyen el Mercado de Capitales. Más aún, puesto que el Mercado de Capitales está virtualmente relacionado, de un lado, con el ahorro doméstico, y del otro, con el proceso de inversión, y por ende, con los distintos sectores (manufacturero o industrial, comercial, etc.), es evidente que en el estudio de su funcionamiento, por ningún motivo se puede omitir el considerar la indicada interacción con los sectores reales de la economía.

Para situar el análisis del Mercado de Capitales a realizarse, dentro del contexto de uno de equilibrio general, se hacen las dos siguientes suposiciones:

- 1) Todos los mercados fuera del sector financiero son competitivos.
- 2) El Mercado de Capitales Peruano se halla vinculado en forma competitiva con el Mercado de Capitales Mundial.

Debe entenderse que estas suposiciones van a ser empleadas como instrumentos ana  
líticos que faciliten la tarea a realizarse y no como descripciones literales de la  
realidad peruana.

Por esta razón, es apropiado hacer algunos comentarios acerca de las mismas que  
expliquen la naturaleza de su función. La primera de las indicadas suposiciones  
evita las posibles implicancias de la teoría del segundo mejor (second best). Según  
esta teoría, si en algún lugar o segmento del sistema económico no se satisfacen  
las condiciones que permitan un desenvolvimiento óptimo, entonces no será neces  
ariamente cierto que, un cambio orientado a la obtención de las condiciones óptimas  
en otro de los sectores, traiga como resultado una mejora general en el bienestar  
económico. Aún cuando es cierto lo afirmado por esta teoría, de acuerdo con el  
objetivo del presente trabajo, el análisis de sus consecuencias propende a complica  
car innecesariamente el tratado de los efectos de las desviaciones bajo condicione  
s óptimas. En otras palabras, la suposición (1) implica considerar todos los de  
más factores constantes (ceteris paribus).

La segunda presunción, está dirigida a definir un vínculo entre los mercados de capi  
tales peruano y mundial, aunque en forma extrema o exagerada pero de significati  
va utilidad analítica. Vale decir que si los recursos monetarios (capitales) pueden  
influir libremente hacia dentro o fuera de una país cuya capacidad financiera es peque  
ña, como el Perú, significaría que el precio de equilibrio de éste, en dicho país  
sería igual al precio mundial vigente. Esto es, que el hecho de que la capacidad fina  
nciera sea pequeña, imposibilita a que sí solo pueda influenciar

o causar cualquier movimiento del precio de equilibrio mundial, conclusión que convierte a este último en un parámetro y que por lo tanto, permite llevar a cabo el análisis en términos del precio de equilibrio general del capital, obviando la necesidad de hallar aquel de equilibrio para el sistema económico del país bajo análisis.

Cierto es que existen una serie de restricciones y controles al movimiento de capital hacia adentro y fuera del Perú. De otro lado, cabe señalar también que tanto la salida de capital como aquella de bienes y servicios vinculan fuertemente al país con el mercado de capitales mundial; además los planes de desarrollo del gobierno y algunas de las medidas recientemente dictadas, claramente implican el mantenimiento de este vínculo con el mercado mundial <sup>1/</sup>. Esta situación permite considerar tanto la tasa para el capital en el mercado mundial, como el precio sombra (shadow price) para el país, siempre y cuando el ahorro nacional sea insuficiente para satisfacer los requisitos por recursos de inversión de acuerdo con los planes

---

<sup>1/</sup>. Un claro ejemplo es el otorgado por la norma de fecha 5 de agosto de 1972, dictada por la Junta de Transacciones externas del Sector Privado, referente a las importaciones de Bienes de Capital, en la que se establece una regulación de los montos a disponer y una programación en el uso de las operaciones concertadas con el exterior en Moneda Extranjera. Estableciéndose, por consiguiente, limitaciones a la disponibilidad de moneda extranjera para la importación de Bienes de Capital que excedan de US\$ 10,000, según las normas que se reproducen a continuación:

- a) Se podrá convertir pagos a cuenta que no excedan del 20 por ciento del valor FOB de los bienes de capital a importarse.
- b) El saldo del valor FOB de la importación se abonará en cuotas de periodicidad uniforme cuyos montos deberán ser igualmente uniformes o de valor ascendente.

Estos pagos estarán sujetos a los siguientes plazos mínimos, que se contarán a partir de la fecha del embarque final de los bienes importados:

(cont....)

de desarrollo. Tanto el significativo ingreso neto de capital, como la relativa importancia del comercio con el exterior, son pruebas, en el caso peruano, que aseguran la insuficiencia del ahorro doméstico, repercutiendo en forma negativa sobre el grado de desarrollo. Esto implica que, teniendo sectores de importación y exportación amplios y, diversificados, el control sobre la salida de capital rara vez puede ser efectivo, puesto que las oportunidades para la evasión son múltiples.

Aceptada la existencia del vínculo del Mercado de Capitales Peruano con el mundial, surge de modo natural la pregunta con referencia a los efectos que esta vinculación tiene sobre los precios y cantidades en el sector financiero nacional. Analizaremos este aspecto en términos de un modelo simplificado que captura la esencia de la interacción, dejando a criterio del lector su aplicación y expansión en el sentido implicado por el análisis. Empezaremos por suponer la presencia de un mercado de capitales competitivo, sin limitaciones legales que afecten en una forma u otra la composición de los portafolios poseídos por los distintos grupos de intermediarios financieros.

(...cont.)

Monto de la Importación (US\$-Valor FOB)		Pago de la primera cuota (meses después del último embarque)		Cancelación del saldo (Años después del último embarque).	
1)	de 10,001	a	50,000	3	2
2)	de 50,001	a	100,000	3	3
3)	de 100,001	a	200,000	6	4
4)	de 200,001	a	400,000	6	4.5
5)	de 400,001	a	1'000,000	12	5

c) La importación de bienes de capital cuyo valor FOB exceda de US\$ 1'000,000.00 será objeto de consulta previa a esta Junta.

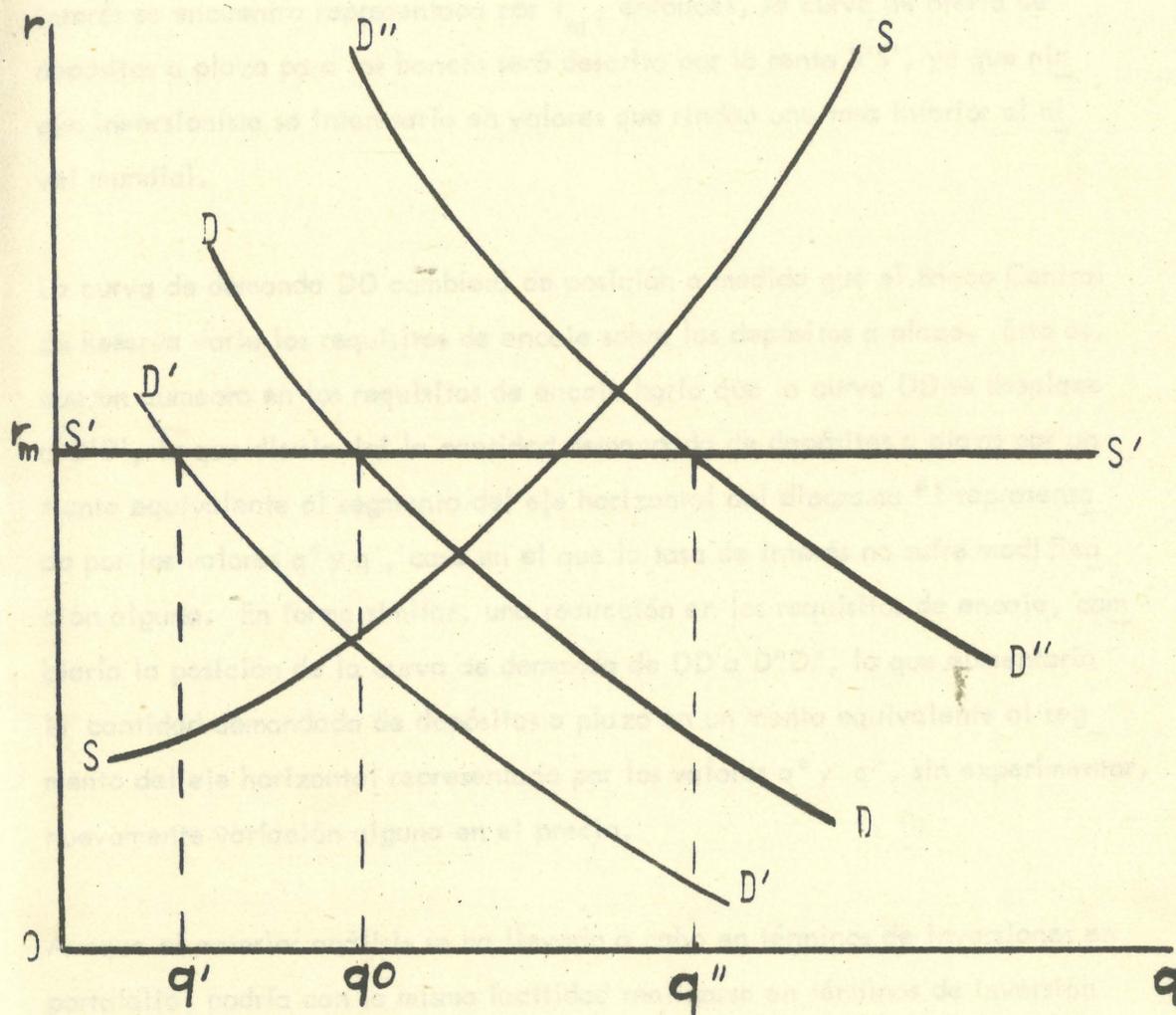
Esto obliga al importador a buscar financiación por el saldo de precio, en el exterior.

En el presente caso, es suficiente estudiar el efecto en un solo tipo de crédito otorgado por cualquiera de los intermediarios, para luego analizar las consecuencias de la vinculación del mercado interno con el mundial, puesto que la sustitución en los portafolios de los restantes intermediarios en respuesta a los cambios en precios asegurarían que todo el sector financiero interno se halla vinculado al mundial.

Para ilustrar este caso se utiliza los depósitos a plazo de los Bancos Comerciales, por cuanto mediante su empleo se obtiene un ejemplo que claramente define la influencia del mercado internacional, en la política monetaria interna (aún cuando éste puede definirse igualmente mediante la utilización de cualquier otro instrumento). Con el objeto de simplificar el análisis y evitar complicaciones que en el fondo no alteran su significado o conclusiones, suponemos la inexistencia de costos de transacción, ganancia o pérdida en el intercambio de moneda nacional a extranjera o viceversa, impuesto a las transferencias a compra-venta de moneda extranjera. El diagra # 1 ilustra gráficamente la explicación del modelo. La curva DD denota la demanda derivada de los Bancos Comerciales por los depósitos a plazo. Puesto que el hablar de una demanda de los Bancos Comerciales (bajo competencia) por depósitos a plazo puede parecer exagerado, cabe indicar que se le está concediendo a este concepto, un significado operacional, al otorgar a los bancos, la opción de emitir o no los valores representados por el tipo de los depósitos a plazo (lo cual es una suposición razonable bajo condiciones competitivas). A medida que aumenta la tasa a pagar sobre los depósitos a plazo, disminuirá el número de bancos que se encuentren dispuestos a aceptar dichos depósitos, de modo que la demanda por los mismos será menor, describiendo una trayectoria descendente como la mostrada por el diagrama # 1.

## DIAGRAMA N° 1

REPRESENTACION GRAFICA DE LOS EFECTOS  
DE ADAPTACION EN LOS PORTAFOLIOS POSEI-  
DOS POR LOS INTERMEDIARIOS FINANCIEROS 1/



1/ SUPONE LA PRESENCIA DE UN MERCADO DE CAPITALES COMPE-  
TITIVO, SIN LIMITACIONES LEGALES QUE AFECTEN DE UNA FOR-  
MA U OTRA LA COMPOSICION DE LOS PORTAFOLIOS POSEIDOS

De otro lado, el mencionado diagrama, especifica que  $SS$ , la curva de oferta de depósitos a plazo para los bancos, es una función creciente con respecto al precio  $r$  (la tasa de interés) en la ausencia de un vínculo con el Mercado de Capitales Mundial. Es decir, si todos los demás factores que pueden afectar las decisiones del inversionista permanecen constantes, a medida que aumenta  $r$  para los depósitos a plazo, los inversionistas sustituirán otros valores en favor de estos últimos. Sin embargo, si la economía se halla vinculada con el Mercado de Capitales Mundial en forma definida, donde la tasa de interés se encuentra representada por  $r_m$ , entonces, la curva de oferta de depósitos a plazo para los bancos será descrita por la renta  $S'S'$ , ya que ningún inversionista se interesaría en valores que rindan una tasa inferior al nivel mundial.

La curva de demanda  $DD$  cambiará de posición a medida que el Banco Central de Reserva varíe los requisitos de encaje sobre los depósitos a plazo. Esto es, que un aumento en los requisitos de encaje haría que la curva  $DD$  se desplace a  $D'D'$ , lo que disminuirá la cantidad demandada de depósitos a plazo por un monto equivalente al segmento del eje horizontal del diagrama #1 representado por los valores  $q^0$  y  $q'$ , caso en el que la tasa de interés no sufre modificación alguna. En forma similar, una reducción en los requisitos de encaje, cambiaría la posición de la curva de demanda de  $DD$  a  $D''D''$ , lo que aumentaría la cantidad demandada de depósitos a plazo en un monto equivalente al segmento del eje horizontal representado por los valores  $q^0$  y  $q''$ , sin experimentar, nuevamente variación alguna en el precio.

Aunque el anterior análisis se ha llevado a cabo en términos de inversiones en portafolio, podría con la misma facilidad realizarse en términos de inversión directa en bienes físicos (o capital humano), efectuándose el ajuste en forma de ingreso o egreso de montos de capital, dependiendo de que la tasa de rendimiento en el país se halle por encima o debajo del nivel mundial, respectivamente. Para poder vincular el análisis del sector financiero con inversión real, solamente tenemos que adoptar la razonable suposición de que la demanda por valores de los intermediarios financieros tiene una relación funcional con la demanda de acciones ordinarias.

## II. EVALUACION DE LA EFICIENCIA DEL SISTEMA DE PRECIOS EN EL SECTOR FINANCIERO

---

Dado un cierto nivel de equilibrio general de la tasa de interés (o empleando términos más apropiados, del plazo y estructura del riesgo de las tasas), y contando con información precisa acerca del espectro de las mismas que prevalecen en el sector financiero, se tienen los elementos de juicio imprescindibles para determinar la eficiencia en la asignación de recursos por el Mercado de Capitales. Como consecuencia de las suposiciones realizadas, el criterio de eficiencia es concreto y de aplicación directa. El punto esencial de este criterio, es que, bajo condiciones competitivas, las empresas orientadas hacia la maximización de las ganancias tenderán a graduar el volumen de sus inversiones de modo, que la tasa de rendimiento esperada sobre el proyecto marginal (luego de considerar una prima por riesgo), se igual al costo del capital.

Ahora bien, si el Mercado de Capitales se encuentra segmentado, de modo que existe un espectro de tasas para el costo del capital en la financiación de proyectos con riesgo y plazos comparables, implica que los proyectos marginales financiados en los diversos sectores del mercado, tendrán tasas de rendimiento esperado, (fluctuando) de la misma forma que el espectro de tasas para el costo de capital. El hecho de que esta condición no corresponda a aquella considerada como eficiente desde el punto de vista económico, es bien conocido y fácilmente demostrable. Si suponemos que se obtienen las tasas de rendimiento esperado antes indicadas, basta notar que si los recursos comprometidos en un proyecto marginal de rendimiento relativamente bajo, se reasignan a otro sub-marginal en cualquiera de los restantes sectores con un mayor rendimiento esperado, y es en este momento que la sociedad alcanzará un nivel más elevado de producción con la inversión del mismo volumen de recursos. Evidentemente, la asignación de recursos más eficiente será aquella en la que el rendimiento esperado de cualquiera de los proyectos marginales sea el mismo.

Con este sencillo criterio de igualdad al margen de los rendimientos esperados de los proyectos de inversión, podemos evaluar de modo cualitativo la eficiencia del Mercado de Capitales Peruano, así como indicar algunos aspectos que permitan llevar a cabo las mejoras en las políticas. Sin embargo, antes de proceder a aplicar este criterio, es necesario especificar el valor (o grupo de valores) obtenido en fechas recientes para el parámetro clave de nuestro modelo de comparación, el precio mundial del capital (para el Perú). Ahora bien, este precio debe representar el costo marginal del capital para el Perú, y no una tasa especial, de la cual sólo se dispone en cantidades limitadas de recursos, los que no alcanzarían a satisfacer el verdadero volumen de capital que necesita importarse. La tasa preferencial de Eurodólar es probablemente la que mejor representa la fuente marginal pertinente para el Perú (y para muchos otros países). En los últimos años esta tasa ha fluctuado entre 5 y 9 por ciento.

A la tasa básica del Eurodólar es necesario agregarle una prima que, por concepto de riesgo, se aplicaría a todos los préstamos otorgados a prestatarios peruanos en dicha unidad monetaria. La razón de esta prima básica de riesgo, estriba en la percepción, por parte de los inversionistas europeos, de un riesgo generalizado por la posible pérdida del capital prestado, debido a la inestabilidad política existente en muchos de los países en desarrollo. La evidencia disponible, con relación a los préstamos provenientes de fuentes europeas, revela que en últimos años se ha venido aplicando una prima por riesgo de 2 ó 3 por ciento a los prestatarios peruanos.

Finalmente, debe considerarse, que el préstamo en Eurodólares necesariamente tiene que ser reembolsado en moneda extranjera, y por lo tanto, para el prestatario peruano que se encuentra obligado a comprar dólares con los soles derivados de su actividad económica en el Perú, habrá un riesgo de pérdida como consecuencia de una posible devaluación del sol con respecto al tipo de cambio. Para calcular un estimado conservador del posible impacto que este riesgo significa sobre el costo para el prestatario peruano en el mercado mundial, suponemos que este es neutral al riesgo y, en conse

cuencia, la evaluación del mismo puede representarse por su valor esperado (es decir, que las expectativas se basan en un proceso Bayesiano de continuas adaptaciones, que modifican las probabilidades subjetivas a la luz de la nueva evidencia).

Con la finalidad de determinar el valor histórico promedio del riesgo, como consecuencia de la pérdida en el poder adquisitivo de la unidad monetaria peruana con respecto a la extranjera, en la que necesariamente debe reembolsarse el préstamo, se seleccionaron dos puntos en el tiempo en que aparentemente se obtuvo un equilibrio en el tipo de cambio, el valor de soles oro 15.43 por dólar, vigente en noviembre de 1949 (valor alcanzado luego de un período de libre flotación en la tasa), y aquél de soles oro 43.57 por dólar, en noviembre de 1969 (también alcanzado después de un período de flotación), computándose en base a estas cifras la pérdida del valor anual promedio como consecuencia de la variación en el tipo de cambio. El resultado obtenido de dicho cómputo ascendió al 5.3 por ciento anual. Sumando ambas primas, la básica de riesgo y la de variación esperada en el tipo de cambio a la tasa de Eurodólar, se obtiene un estimado del precio promedio mundial del capital para el Perú, desde el punto de vista del prestatario, de 12 ó 17 por ciento.

De igual manera también es factible derivar un valor equivalente, pero desde el punto de vista del ahorrista nacional. Con este objeto se toma en cuenta la diferencia normal existente entre las tasas en las que compran y emiten obligaciones los intermediarios financieros del mercado mundial. Nuevamente tomando como base para los cálculos, el mercado del Eurodólar, la tasa de rendimiento de los depósitos pueden estimarse entre 5 ó 6.5 por ciento anual, las mismas que han venido redituando los certificados de depósitos en bancos de Nueva York (Estados Unidos de Norte-América).

La prima básica de riesgo aplicada por los banqueros en los países desarrollados, posee una contraparte simétrica debido al menor riesgo existente en sus países, y a posibles pérdidas por culpa de repentinos reveses en los papeles que juegan los sectores público

y privado en materia de política cambiaria tributaria etc. El hecho de que este fac  
tor diferencial se halla en la mentalidad del inversionista latinoamericano, y por lo  
 tanto peruano, es atestiguado por muchas fuentes confiables. En consecuencia, pode  
mos suponer conservadoramente, que la diferencia bajo análisis es, por lo menos, tan  
 grande como su contraparte en el caso del prestamista del mercado mundial, es decir  
 2 ó 3 por ciento.

El riesgo resultante por las esperadas fluctuaciones en el tipo de cambio es evidente \_  
mente simétrico. Con la posesión de los activos en moneda extranjera dura, el inversio  
nista nacional puede realizar una ganancia de capital con cada devaluación. Así si su  
mamos los tres componentes del precio mundial del capital, obtendremos un rendimien  
to promedio estimado para el ahorrista nacional de 12 ó 14.5 por ciento.

### III. APLICACION DEL CRITERIO DE EFICIENCIA AL MERCADO DE CAPITALES PERUANO

Para evaluar la eficiencia en la asignación de recursos por el Mercado de Capitales Peruano entre las distintas inversiones a ser financiadas, se recurre al sencillo y útil criterio de la igualdad marginal de los rendimientos esperados de los proyectos. El costo del crédito efectivo ofrecido por los diversos intermediarios financieros que operan en el Perú, para el prestatario, se presenta en el cuadro # 1; permitiendonos esta información, utilizar el criterio antes indicado. Para la confección de este cuadro, en los casos en que a un determinado intermediario (o clases de intermediarios) no se le permita conceder préstamos a una tasa específica, se ha seleccionado aquella a la cual se otorga el mayor volumen de colocaciones 1/.

Es evidente que el costo de oportunidad del crédito varía en grandes proporciones entre los intermediarios del Mercado Formal 2/, fluctuando de un mínimo de 11.3 por ciento para los préstamos otorgados por la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), hasta un máximo de 37.0 por ciento para aquellos concedidos por las Financieras. En cierta forma podría argumentarse, que las altas tasas cobradas por las Financieras se encuentran justificadas por el hecho que estas instituciones se dedican a prestar a clientes clasificados como de mayor riesgo; es más, atendiendo a que el volumen de sus colocaciones es pequeño, no se les otorga mayor importancia. Sin embargo, es imposible que con la misma facilidad se pase por alto la diferencia hallada entre el 11.3 por ciento de la Corpora

1/ Debido a la falta de información en el caso de las Financieras se ha considerado la tasa promedio de un muestreo realizado, cuyos resultados se presentan en el estudio realizado por Guillermo Garrido Lecca A.C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V. y Guillermo Gastañeta C.deA., "El Mercado Formal . . . . . op. cit., capítulo 13, sección Tasas de Interés.

2/ El Mercado Formal de Capitales incluye todas aquellas operaciones financieras realizadas por instituciones especializadas cuya función es principalmente financiera, mientras que, el Mercado Informal, abarca todas las actividades financieras realizadas por intermediarios no-financieros.

Costo del Crédito para el Usuario en el Mercado Formal de Capitales Peruano<sup>1/</sup>  
 Diagnóstico sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano  
 (Por ciento)

INSTITUCION	T A S A			DISTRIBUCION PORCENTUAL DEL TOTAL DEL CREDITO OTORGADO <sup>3/</sup>
	NOMINAL <sup>2/</sup>	EFECTIVA		
		SIN IMPUESTOS	CON IMPUESTOS	
Banco de la Nación	12	13.7	-	17.5
Bancos Comerciales	14	15.3	20-29	37.7
Banco Central Hipotecario del Perú	12	14.5	-	6.1
Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales)	13	13.7	-	7.9
Otros Bancos de Fomento	14	15.3	20-29 <sup>6/</sup>	1.5
Caja de Ahorros	12	14.5	-	1.6
Cooperativas de Ahorro y Crédito	12	18.0 <sup>5/</sup>	-	5.9 <sup>7/</sup>
Financieras <sup>4/</sup>	15	34.0	37	2.3
Banco Industrial del Perú	13	13.7	-	5.6
Banco de Fomento Agropecuario del Perú	13	13.7	-	11.3
Banco Minero del Perú	13	13.7	-	1.4
Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)	10	11.3	-	1.2 <sup>7/</sup>

<sup>1/</sup> En los casos en que un determinado intermediario o clase de los mismos conceda créditos a diversas tasas, se ha seccionado aquella a la cual otorga el mayor volumen de préstamos.

<sup>2/</sup> Incluye la comisión cobrada.

<sup>3/</sup> Calculado en base a las cifras al 31 de diciembre de 1971, tomadas en su mayoría de la Memoria Anual de la Superintendencia de Banca y Seguros.

<sup>4/</sup> Debido a la falta de información que precise su valor, se ha considerado la tasa promedio de un muestreo realizado. Para mayor información referirse a la fuente, capítulo 13 (Financieras), sección Tasas de Interés.

<sup>5/</sup> Su cómputo resultó sumamente complicado como resultado de la modalidad de operar, por lo que para mayor detalle se considera conveniente referirse a la fuente, capítulo 14 (Cooperativas de Ahorro y Crédito), sección Tasas de Interés.

<sup>6/</sup> Los préstamos que otorguen a la industria de la construcción están exonerados de impuestos, sin embargo, el porcentaje de éstos sobre el total de colocaciones es reducido.

<sup>7/</sup> Estimado

Tomado de: Guillermo Garrido Lecca A.C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V. y Guillermo Gastañeta C. de A., "El Mercado Formal de Capitales en el Perú: Instituciones e Instrumentos", Escuela de Administración de Negocios para Graduados - ESAN - Comisión Nacional de Valores.

ción Financiera de Desarrollo (COFIDE) y el 20 ó 29 por ciento de los Bancos Comerciales. Lo mismo podría decirse respecto al 13.7 por ciento de los Bancos Estatales de Fomento o, el 14.5 por ciento del Banco Central Hipotecario al colacionarlo con los porcentajes indicados para los Bancos Comerciales.

En realidad, más conveniente sería optar por eliminar los impuestos, ya que es Sin lugar a dudas, en el Perú se debería obtener un rendimiento agregado mayor, si la estructura de las tasas, conjuntamente con una mayor flexibilidad, no alentará una sobre inversión en ciertos sectores y una sub-inversión en otros. Naturalmente, puede sostenerse que los préstamos de los Bancos Estatales de Fomento o los de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), están destinados a la financiación de proyectos de alta prioridad, y que por ende, deben realizarse a tasas más bajas. Sin embargo, este argumento es fácilmente criticable.

Si los proyectos prioritarios deben ser subsidiados como consecuencia de sus economías externas, de escala, o a una prioridad social dominante, el subsidio, debe por lo menos, ser neutral con respecto a los factores insumo (es decir, tanto por unidad producida). Un subsidio que adopta la forma de bajos costos de oportunidad para el capital, fomentando una excesiva intensidad en el uso de este último en las áreas de inversión prioritarias, es inapropiado en un país donde uno de los principales problemas de desarrollo es la creación de empleos productivos por la alta tasa de desempleo existente.

De la misma forma, es obvio que gran parte de la diferencia entre la tasa efectiva de los préstamos otorgados por los Bancos Comerciales y aquella de las Cajas de Ahorro y Préstamo para la Vivienda (Mutuales), Bancos Estatales de Fomento, etc., se debe a los impuestos que el prestatario se ve obligado a pagar, los cuales no gravan a los instrumentos de préstamos de estas últimas institucioes especializadas. Por lo tanto, para lograr una asignación más eficiente de las inversiones se confrontan dos alternativas, eliminar los impuestos que afectan a los

préstamos que conceden los Bancos Comerciales o, gravar con las mismas imposiciones a las colocaciones de las restantes instituciones.

En realidad, más conveniente sería optar por eliminar los impuestos, ya que éstos crean una distorsión al introducir una diferencial entre la tasa a la cual se hallan disponibles los recursos para la inversión (a través de los intermediarios financieros) y, la tasa de rendimiento para el ahorrista, diferencia que no guarda relación con los costos de intermediación financiera. Bajo suposiciones razonables, en cuanto a la forma de la función de bienestar social, puede demostrarse fácilmente que ésta es mayor cuando la tasa de transformación productiva (es decir, el rendimiento marginal de la inversión) es igual a la tasa de sustitución del consumidor entre consumo presente y aquel futuro (es decir, la tasa social de preferencia en el tiempo). Puesto que el consumidor va a igualar su tasa de preferencia en el tiempo con la tasa marginal de rendimiento de sus ahorros, debe evitarse crear una diferencia arbitraria entre la(s) tasa(s) a la que se otorga crédito y la de rendimiento de los ahorros.

Al examinar el cuadro # 1, y comparar las cifras en él contenidas con el precio mundial del capital estimado para los prestatarios peruanos, el que fluctúa entre 12 y 17 por ciento anual, se obtiene un resultado interesante: La tasa efectiva preferencial para los préstamos de los Bancos Comerciales (de aproximadamente 20 por ciento) es algo mayor que el precio mundial, pero estaría dentro de los límites antes indicados si se eliminaran los impuestos. Este resultado en realidad no es sorprendente, ya que (1) los prestatarios peruanos de primera categoría (esto es, de menor riesgo desde el punto de vista del prestamista) tienen acceso al mercado internacional, y (2) los Bancos Comerciales siguen siendo, por amplio margen, la fuente de crédito más importante en el Perú. Si existiese una considerable diferencia entre la tasa doméstica efectiva de los préstamos otorgados por

los Bancos Comerciales (a prestatarios de primera categoría) y la tasa internacional efectiva (para prestatarios de primera categoría), se hubiera inducido un flujo de capital hacia adentro o fuera del país con poder de equilibrio relativamente grande. Esta situación continuaría hasta que la tasa doméstica alcanzara el nivel de la tasa internacional, o hasta que el gobierno encontrara la forma de detener el flujo antes indicado mediante impedimentos legales. De hecho, el aparente diferencial del aproximadamente 3 por ciento, debe inclinar al prestatario peruano a contratar préstamos en el extranjero. Sin embargo, es preciso aclarar esta conclusión, ya que el costo del crédito estimado para el prestatario peruano en el mercado internacional incluye tan solo la tasa histórica o el promedio de pérdida como consecuencia de la devaluación del sol con respecto a las monedas extranjeras duras. Si el prestatario peruano espera que se produzca una devaluación durante la vigencia del préstamo, la supuesta pérdida a causa de la devaluación y, por lo tanto, el costo esperado del crédito internacional sería considerablemente mayor.

Una situación similar es hallada al examinar las tasas de rendimiento de los activos de aquellos intermediarios financieros que forman parte del Mercado Formal de Capitales Peruano. La información obtenida acerca de las tasas que éstos reditúan se resume en el cuadro # 2. En el caso de aquellos con más de un instrumento se incluye el o los de mayor volumen. Cabe señalar que el rédito de casi todos los instrumentos que aparecen en el indicado cuadro se hallan exonerados del impuesto a la renta. En forma adicional a partir del ejercicio fiscal correspondiente al año 1971, el valor anual invertido hasta soles oro 200 mil, en el caso de la Corporación Financiera de Desarrollo, es deducible de la materia imponible, siempre y cuando dicha inversión no se retire en un plazo menor de 36 meses. Es preciso señalar también que, con anterioridad a la mencionada fecha y bajo las mismas condiciones, las adquisiciones de cédulas del Banco Central Hipotecario y los depósitos a plazo en las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda

C U A D R O N°2

Rédito de los Principales Instrumentos de Ahorro 1/ Diagnóstico sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano (Por ciento)

Institución	Instrumento	TASA			Distribución 5/ Porcentual del Total Captado
		Nominal	EFECTIVA 3/		
			Sin incluir Exoneraciones Tributarias	Incluyendo Ex- oneraciones Tributarias 4/	
Banco de la Nación	Bonos del Tesoro 9/	10.0	10.4	14.7 6/	19.2
Bancos Comerciales	Depósitos de Ahorro	5.0	5.1	7.2 7/	32.4
	Depósitos a Plazo	7.0	7.2	-	
Banco Central Hipotecario del Perú	Cédulas	9.0	9.3	13.2	19.1
	Depósitos de Ahorro	6.0	6.2	8.8	12.6
Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda	Depósitos a Plazo	10.0	10.4	14.7	
	Otros Bancos de Fomento	Bonos	10.0	10.4	14.7
Caja de Ahorros	Cédulas	9.0	9.3	13.2	3.0
Cooperativas de Ahorro y Crédito	Aportaciones	5.0	5.0	7.1	9.1 8/
Financieras	Bonos Financieros	10.0	10.4	14.7	1.2
Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE)	Acciones Tipo "C"	8.0	8.0	18.6	1.4 8/

- 1/ En los casos en que un determinado intermediario o clase de los mismos capte recursos a diversas tasas, se ha seleccionado aquella(s) a la(s) cual(s) obtiene el mayor volumen de fondos.
- 2/ Aquella básica que sirve para el cálculo de los intereses a pagar, sin distinguir si ésta se paga por adelantado o luego de vencido el documento, si se abonan adicionalmente comisiones o cobran impuestos.
- 3/ Aquella que al calcularla toma en consideración además de la tasa nominal, el momento en que se abonan los intereses, cobran los impuestos o cualquier otro tipo de cargo que implica la operación. Por lo tanto, esta tasa representa el beneficio neto del inversionista o ahorrista.

cont.....

Cont.

- 4 Las tasas han sido calculadas suponiendo una renta neta de soles oro 680 mil y una renta imponible de soles oro 500 mil.  $\text{Renta Imponible} = \text{Renta Neta} - \text{Deducciones Generales}$  (Personal Adicional por rentas del trabajo, y cargas de familia). Por renta neta se entiende, por lo tanto, el total de ingresos del contribuyente afectos al impuesto a la renta. En los cálculos realizados para la obtención de los porcentajes presentados en este cuadro se supone un monto total de deducciones generales equivalente a soles oro 180 mil para cada persona de los distintos niveles de renta neta. El beneficio que representa la exoneración se considera al margen de la renta imponible, por ejemplo:  $\text{Renta Neta S/680,000} - \text{Deducciones S/180,000} = \text{Renta Imponible S/500,000}$ ; el interés ganado por el depósito se agregaría a los soles oro 100 mil, si estuviese afecto al impuesto, por lo que tributaría un 42 por ciento más, de acuerdo con la escala establecida que estipula el indicado porcentaje para los niveles de renta imponible mayores de soles oro 500 mil y menores de soles oro 700 mil.
- 5 Calculado en base a las cifras al 31 de diciembre de 1971, tomadas en su mayoría de la Memoria Anual de la Superintendencia de Banca y Seguros.
- 6 De acuerdo con los dispositivos legales vigentes, el total de los depósitos de ahorro de cada persona incluyendo los intereses acumulados no podrán exceder en ningún momento de soles oro 60 mil. Pueden efectuarse también depósitos de ahorro por cuenta de sociedades o asociaciones de caridad, religiosas, educativas, de beneficencia, obreras o cooperativas, y el total de la cantidad depositada a nombre de cada una de esas sociedades o asociaciones incluyendo los intereses acumulados, no podrá exceder en ningún momento de soles 200 mil. Toda cantidad que exceda de los límites fijados, deberá devolverse a su dueño y tratándose de la "sección ahorros" de un Banco Comercial, puede abonarse en una cuenta corriente a nombre del mismo. Las libretas individuales de ahorro que la ley N°4916 del Seguro del Empleado establece, podrán exceder de los límites fijados. El ahorro de los miembros de los Institutos Armados funcionará conforme a los Decretos reglamentarios que los rijan y podrá constar de cuenta globales y exceder cada una de ellas de los límites fijados.
- 7 No goza de exoneración tributaria alguna, con excepción de los Bancos Regionales.
- 8 Estimados.
- 9 Instrumentos emitidos por el Tesoro Público, para luego descontarlos en el Banco de la Nación, quien posteriormente se encargará de distribuir su colocación.

Tomado de: Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado, Alfredo Romero Vega, Guillermo Gastañeta C. de A. El Mercado Formal . . . op. cit.

(Mutuales), gozaban del beneficio adicional de deducción de la materia imponible en el cómputo del impuesto a la renta, ventaja concedida ahora solamente a la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE).

En el cuadro # 2 puede observarse, que las tasas efectivas anuales, sin tomar en cuenta el (los) efecto(s) de la(s) exoneración(es) tributaria(s), varían entre 5 y 10.4 por ciento. Tomando en consideración estas exoneraciones, la fluctuación aumenta, pasando aproximadamente del 5 al 18.6 por ciento. El primer caso se refiere a las cuentas de aportaciones en las Cooperativas o depósitos de ahorro en los Bancos Comerciales realizados por una persona cuyos ingresos no se encuentren afectos al impuesto a la renta; el segundo, es el ofrecido por las acciones de tipo "C" de la Corporación Financiera de Desarrollo, asumiendo una renta anual del ahorrista de soles oro 680 mil (es decir, bastante elevada), y una materia imponible de soles oro 500 mil <sup>1/</sup> (suponemos que estas acciones se venderán a la par después de los 3 años). Cabe señalar que, hasta diciembre de 1970, esta fluctuación llegaba al 18.5 por ciento para el indicado nivel de ingreso ofrecido por las Cédulas del Banco Central Hipotecario y, por los depósitos a plazo de las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales).

Al examinar las tasas de rendimiento de los diversos instrumentos del Mercado Formal de Capitales Peruano, y comparar estas con el nivel promedio internacional antes estimado de 12 ó 14.5 por ciento (suponiendo que estuviese a disposi

---

<sup>1/</sup> En el caso de que la renta neta fuera mayor, el beneficio del ahorrista evidentemente también será más alto, pudiendo alcanzar hasta aproximadamente 25.8 por ciento. Para mayor información a este respecto referirse al estudio realizado por Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero Vega y Guillermo Gastañeta C. de A., El Mercado Formal ... op. cit., capítulos 9 y 12, secciones Dividendo de Acciones tipo "C" y Tasas de Interés, respectivamente.

ción del ahorrista peruano), es indudable que solo las tasas efectivas sobre instrumentos con exoneración tributaria para ahorristas de elevados ingresos (naturalmente, este es el grupo que proporciona la mayor parte del ahorro del sector privado), están ligeramente por encima del mencionado nivel internacional, pareciendo indicar que no hubiese motivación para colocar ahorros fuera del país. Por supuesto, esta conclusión supone la inexistencia de expectativas de ganancias de capital elevadas a corto plazo, provenientes de una devvaluación de la unidad monetaria peruana, con respecto a las duras extranjeras, y que las ganancias provenientes de los ahorros exportados tributan el impuesto a la renta al igual que cualquier otro ingreso. Sin embargo, si el ahorro del inversionista peruano fuera del país, no tributara internamente, ni en el país extranjero donde éste lo haya colocado, lo cual no solamente es factible sino muy probable, existiría un fuerte incentivo para su fuga, el que en forma adicional se encuentra fuertemente reforzado por las expectativas de ganancias de capital como consecuencia de un aumento en el tipo de cambio.

La consecuencia de mayor importancia que se desprende de éste espectro de tasas, es que el ahorrista nacional, orientado hacia la maximización de sus ganancias, será inducido a sustituir en su portafolio o cartera de valores, los activos de alto rendimiento por aquellos de bajo rendimiento. Esta sustitución por supuesto tenderá a canalizar un gran volumen de ahorros hacia las instituciones que ofrecen las tasas más elevadas. Como se podrá apreciar al tratar el tema acerca de la flexibilidad del Mercado de Capitales, las limitaciones legales e institucionales con ciertos sectores de la economía. Esto es especialmente cierto en el caso de las Cajas de Ahorro y Préstamo para la Vivienda (Mutuales) y Banco Central Hipotecario, que atienden las necesidades de financiamiento del sector construcción de viviendas. Así, encontramos que el ahorrista en el pasado inmediato, ha sido inducido a sustituir a favor de los instrumentos de las instituciones men

cionadas 1/, las mismas, como se acaba de indicar, satisfacen únicamente las necesidades de un solo sector.

De otro lado, a partir de 1971, se pretende iniciar un proceso de reemplazo de los valores del sector vivienda como instrumentos sustitutorios, por las acciones tipo "C" de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE). En forma adicional cabe decir, que para lograr una mejor posición de competencia, esta institución desea en un futuro próximo lanzar al mercado otros valores, tales como bonos. Los recursos captados por la mencionada Corporación deberán destinarse a los diversos tipos de inversiones en los sectores productivos, atendiendo a las prioridades que se les asignen. Es aún muy pronto para evaluar la labor que en la asignación de recursos desempeña esta institución. Sin embargo, es preciso enfatizar la importancia que asume la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) en el proceso peruano y, por lo tanto, la gran responsabilidad que con el país tiene, siendo en consecuencia fundamental, el criterio que adopte para realizar dicha asignación.

Se ha observado anteriormente, que las instituciones dedicadas a financiar al sector vivienda, le ofrecen al prestatario, crédito a un costo considerablemente más bajo que los Bancos Comerciales y las Financieras. De otro lado tenemos que en general, la estructura de precios tiende, de manera preferencial, a canalizar el ahorro hacia los intermediarios que otorgan crédito de bajo costo para el prestatario y, paralelamente, la falta de flexibilidad en el sistema, evita que los ahorros puedan ser posteriormente obtenidos por las instituciones que ofrecen crédito a alto costo. El resultado de esta política es evidente, demasiada inversión en el sector Vivienda y un lento desarrollo industrial 1/. Durante los años 1970 y 1971,

---

1/ Cifras que muestran la magnitud de este aspecto se presentan en la sección Flexibilidad del Mercado de Capitales Peruano.

se observa una nueva tendencia, ya que mediante disposiciones de encaje, se ini  
ció y/o acentuó un proceso de transferencia de recursos a los Bancos de la Na  
ción y Estatales de Fomento, provenientes, principalmente, de los Bancos Comerer  
ciales. De otro lado, tenemos que la creación de la Corporación Financiera de  
 Desarrollo, representa un intento de canalizar recursos hacia el sector industrial.

En forma paralela, el abaratamiento del costo del capital ha contribuido a que  
 el insuficiente desarrollo del sector manufacturero antes indicado, se halla realizi  
ado empleando excesivamente este factor-insumo 1/. Por supuesto que entre o  
tras razones, tenemos que las distintas disposiciones orientadas a incrementar la  
 remuneración y beneficios brindados al trabajador, conducen a elevar el costo de  
 la mano de obra, lo cual ha significado un incentivo adicional para el establecimi  
ento de industrias capital-intensivo. Esta política, por lo tanto, hace sumamente  
difícil la solución del agudo problema del desempleo. Así tenemos, que en  
 1950, el sector manufacturero absorbía el 13.0 por ciento de la población económica  
mente activa, y su producción representaba el 13.6 por ciento del producto naci  
onal bruto, mientras que en 1968, este mismo sector, absorbió el 13.8 por ciento  
de la población económica activa, representando su producción el 20.2 por  
 ciento del producto nacional bruto.

---

1/ Cabe señalar en forma adicional, que entre las conclusiones a que se lleg  
ó en el Simposio sobre el Mercado de Capitales (realizado entre los días  
 11 y 17 de diciembre de 1972), se identificó una preferencia en la asignaci  
ón del crédito (en especial al sector manufacturero),... "para su uso en  
 la compra de activos fijos, discriminando en contra de los préstamos para  
 capital de trabajo", recomendándose, ... "Buscar mecanismos que faciliten  
 la asignación de crédito con respecto a flujos de caja esperados, en lugar  
 de las garantías reales". Es decir, especialmente en el caso de los Bancos  
 Estatales, aún cuando este fenómeno también se observa en las restantes insti  
tuciones financieras, en cuanto al hecho de que la maquinaria u otros acti  
vos a adquirirse pueden servir de prenda, facilita el otorgamiento de crédito  
para su adquisición, siendo mucho más difícil la obtención de financiaci  
ón para capital de trabajo. Este hecho también tiende a promover el mayo  
or uso del factor-insumo capital en detrimento de la mano de obra.

Conviene hacer hincapié en el resultado, que sobre este aspecto, tiene la política tributaria vigente respecto a los documentos de crédito. Como se ha mencionado anteriormente, existen gravámenes que afectan principalmente a los préstamos que otorgan los Bancos Comerciales, Otros de Fomento, y las Financieras, lo cual tiende a ampliar la discrepancia existente entre las diversas instituciones respecto al costo del crédito para el prestatario (y, por lo tanto, a incrementar la ineficiencia de la asignación de las inversiones resultantes). El problema estriba en que dicha estructura de gravámenes y exoneraciones tributarias no es neutral con respecto a los factores-insumo (siendo de hecho contraproducente en este sentido), ni con respecto a los distintos sectores de la economía.

Además del variado conjunto de tasas de interés que se han hallado en el mercado peruano para proyectos con plazos de vencimiento y grados de riesgo comparables, la combinación de una estructura oligopolística en el sistema bancario comercial y los controles legales con respecto a las tasas máximas que se permiten cobrar sobre las operaciones activas, han producido un patrón de racionamiento del crédito bancario que discrimina, entre los distintos prestatarios potenciales, en términos del grado de riesgo que ofrecen. Para demostrar en forma sencilla el mecanismo que trae como consecuencia el indicado efecto, se considera una situación en la que los banqueros tratan solamente con dos clases homogéneas de prestatarios, los de bajo y los de alto riesgo, pudiendo estos perfectamente discriminar entre las mencionadas clases de prestatarios. Suponiendo que los banqueros oligopolistas cooperen entre sí, de manera que tiendan a la maximización de sus utilidades conjuntas donde la tasa y montos óptimos de crédito para ambas clases de prestatarios se encuentran determinados por la conocida consideración de primer orden, se estipula que el ingreso marginal debe ser igual al costo marginal.

Los efectos de esta situación, sobre los montos que los prestamistas están dispuestos a conceder a cada clase de prestatario, se determinan gráficamente en los

Diagramas # 2 y 3 donde se trazan curvas idénticas de demanda (DD) e ingreso marginal (DI) para ambas clases de prestatarios 1/; de otro lado tenemos que las curvas de costo marginal ( $CM_b$  y  $CM_a$ ) se dibujan de manera que representen los efectos que sobre los gastos tienen los diferentes grados de riesgos de cada uno de los grupos de prestatarios. En ausencia de dispositivos legales que reglamente o fijen las tasas de interés e inelasticidad de la oferta (como consecuencia de la política monetaria), los banqueros colocaran la cantidad  $q_b^o$  a la tasa  $r_b^o$ , para los prestatarios de bajo riesgo y,  $q_a^o$  a la tasa  $r_b^o$  para los prestatarios de alto riesgo 2/.

Procederemos ahora a considerar aquella situación en la que las autoridades monetarias determinan la tasa máxima de interés que los bancos pueden cobrar por sus préstamos, la misma que se indica en los diagramas # 2 y 3 por el símbolo  $r_m$ . Al fijar el nivel máximo en  $r_m$ , observamos que la curva de demanda efectiva se convierte en  $r_m D'D$  y la del ingreso marginal en  $r_m D'I'I'$ . En consecuencia, los bancos colocarán bajo esta nueva situación, la cantidad representada por  $q_b'$  a los prestatarios de bajo riesgo y,  $q_a'$  a aquellos con un alto grado de riesgo. Así pues, el efecto de la imposición de un tipo de interés máximo, ha sido el de aumentar el volumen colocado a los prestatarios considerados de bajo riesgo y, disminuir aquel a los de alto riesgo.

Las implicancias económicas de este patrón discriminatorio en la concesión de créditos, son bastante obvias. Si hacemos la razonable suposición de que los prestatarios de bajo riesgo tenderán a estar concentrados en las empresas de ma

1/ Esta suposición simplifica la ilustración y, de otro lado, el resultado obtenido no depende de esta.

2/ Para un análisis de la racionalización del crédito considerando los efectos de la política monetaria, referirse a D.M. Jaffee, Credit Rationing and the Commercial Loan Market, (N.Y. Wiley, 1971).

## DIAGRAMA N° 2

MERCADO DE CREDITO BANCARIO PARA  
LOS PRESTATARIOS QUE REPRESENTAN  
BAJO RIESGO

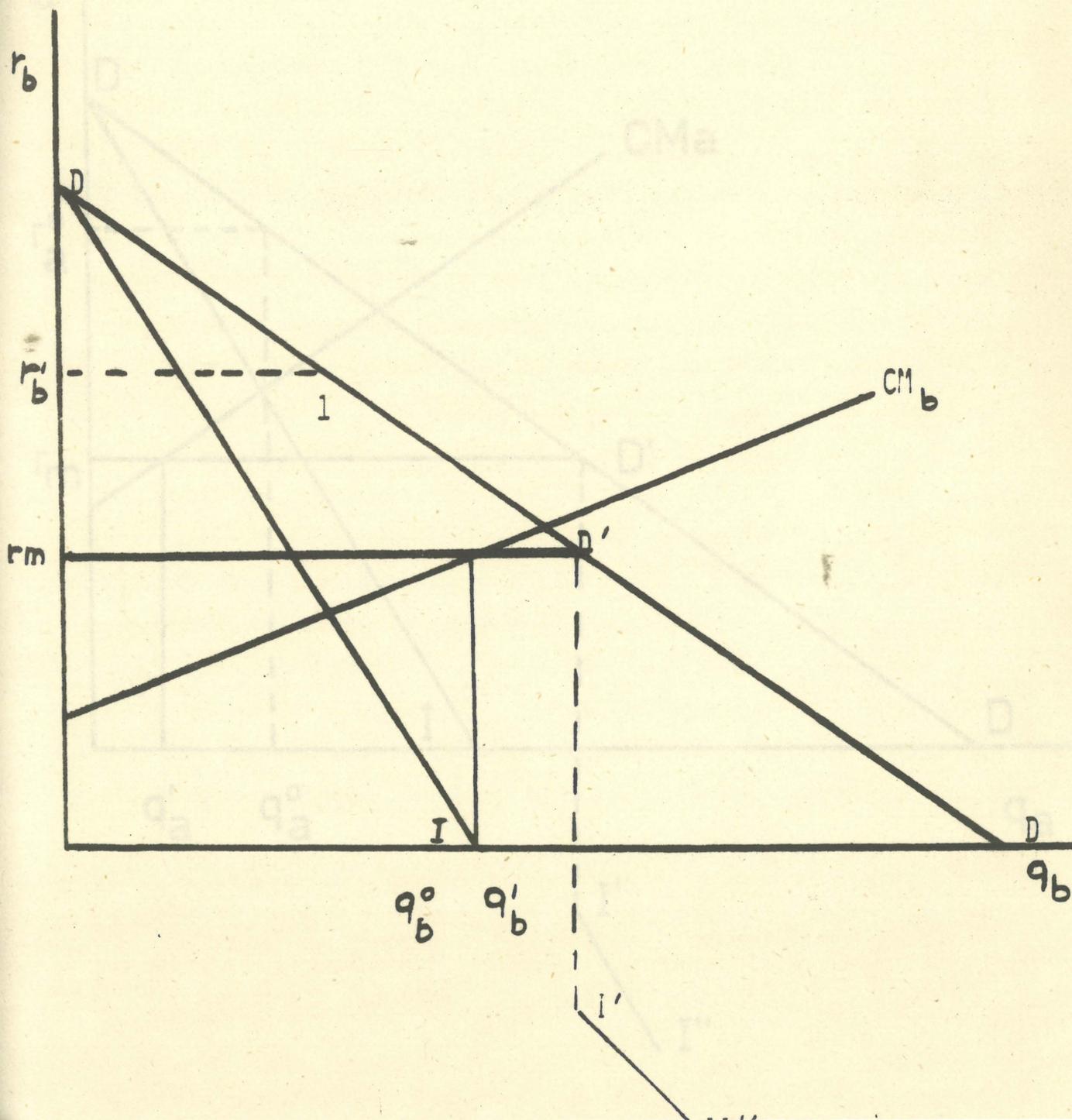
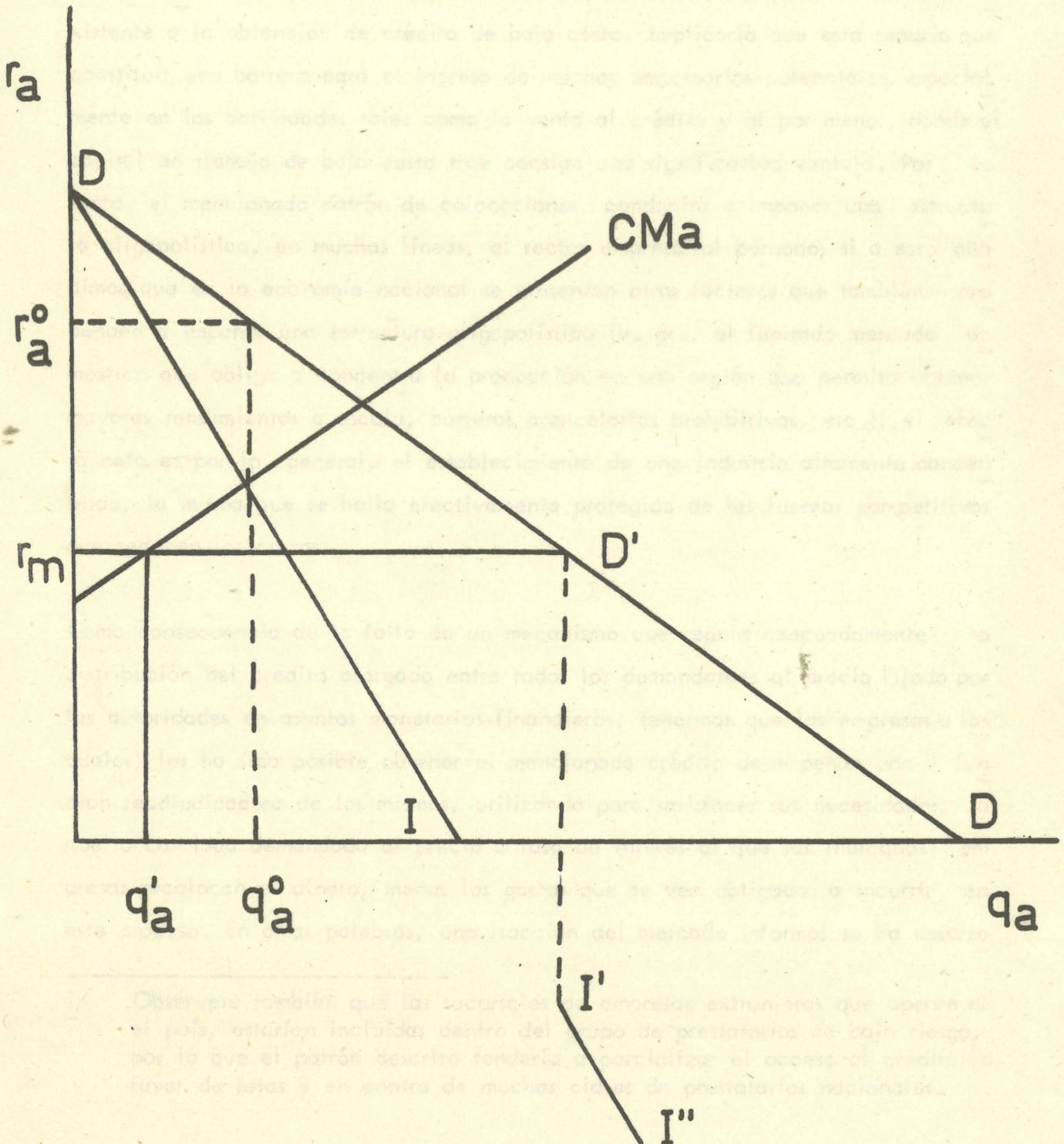


DIAGRAMA No. 3

MERCADO DE CREDITO BANCARIO PARA  
LOS PRESTATARIOS QUE REPRESENTAN  
ALTO RIESGO



yor envergadura y en las familias más adineradas, entonces, el patrón de colocaciones antes descrito, propenderá a inducir una concentración en la estructura empresarial <sup>1/</sup>. Esta conclusión previa se desprende del hecho que la restricción existente a la obtención de crédito de bajo costo, implicaría que esta tendría que constituir una barrera para el ingreso de muchos empresarios potenciales, especialmente en las actividades tales como la venta al crédito y al por menor, donde el capital de trabajo de bajo costo trae consigo una significativa ventaja. Por lo tanto, el mencionado patrón de colocaciones, conducirá a imponer una estructura oligopolística, en muchas líneas, al sector empresarial peruano; si a esto añadimos que en la economía nacional se presentan otros factores que también propenden a imponer una estructura oligopolística (v. gr., el limitado mercado doméstico que obliga a concentra la producción en una región que permita obtener mayores rendimientos a escala, barreras arancelarias prohibitivas, etc.), el efecto neto es por lo general, el establecimiento de una industria altamente concentrada, la misma que se halla efectivamente protegida de las fuerzas competitivas que reducen los costos.

Como consecuencia de la falta de un mecanismo que regule adecuadamente la distribución del crédito otorgado entre todos los demandantes al precio fijado por las autoridades en asuntos monetarios-financieros, tenemos que las empresas a las cuales, les ha sido posible obtener el mencionado crédito desempeñan una función readjudicadora de los mismos, utilizando para satisfacer sus necesidades, aquella cantidad demandada al precio o tasa de interés al que las indicadas empresas recolocan el dinero, menos los gastos que se ven obligados a incurrir en este proceso. En otras palabras, una fracción del mercado informal se ha desarro-

---

<sup>1/</sup> Obsérvese también que las sucursales de empresas extranjeras que operan en el país, estarían incluidas dentro del grupo de prestatarios de bajo riesgo, por lo que el patrón descrito tendería a parcializar el acceso al crédito en favor de éstas y en contra de muchas clases de prestatarios nacionales.

llado como un substituto que redistribuye los fondos captados por el Mercado Formal, entre los demandantes de crédito comercial y al consumidor 1/. De otro lado es difícil justificar en términos de mayor riesgo, otros costos, etc., la significativa diferencial obtenida en el costo del crédito para el usuario, que alcanza en promedio, 33 puntos porcentuales (aproximadamente, 20 por ciento anual en el Mercado Formal (Bancos Comerciales) y 53 por ciento anual en el Mercado Informal 1/). Esto nos da a entender, que el proceso de reotorgamiento del crédito por las empresas participantes del Mercado Informal, se obtiene aparentemente, una ganancia. La diferencia de precio hallada, tan solo se puede explicar en términos de una limitada oferta de fondos prestables, que permiten el cobro de las altas tasas indicadas 2/. Sin embargo, se hace difícil recomendar que se tomen medidas tendientes a incrementar la disponibilidad de recursos para la financiación del crédito al consumidor, no solo por el impacto inflacionario que pueda tener el aumento en la demanda, sino también, porque se reduciría aún más la disponibilidad de fondos para financiar la inversión, y puesto que la mayoría de los insumos para la industria son importados, la mayor producción crearía presiones sobre la balanza de pagos, recursos también necesarios para fomentar el incremento del ahorro real.

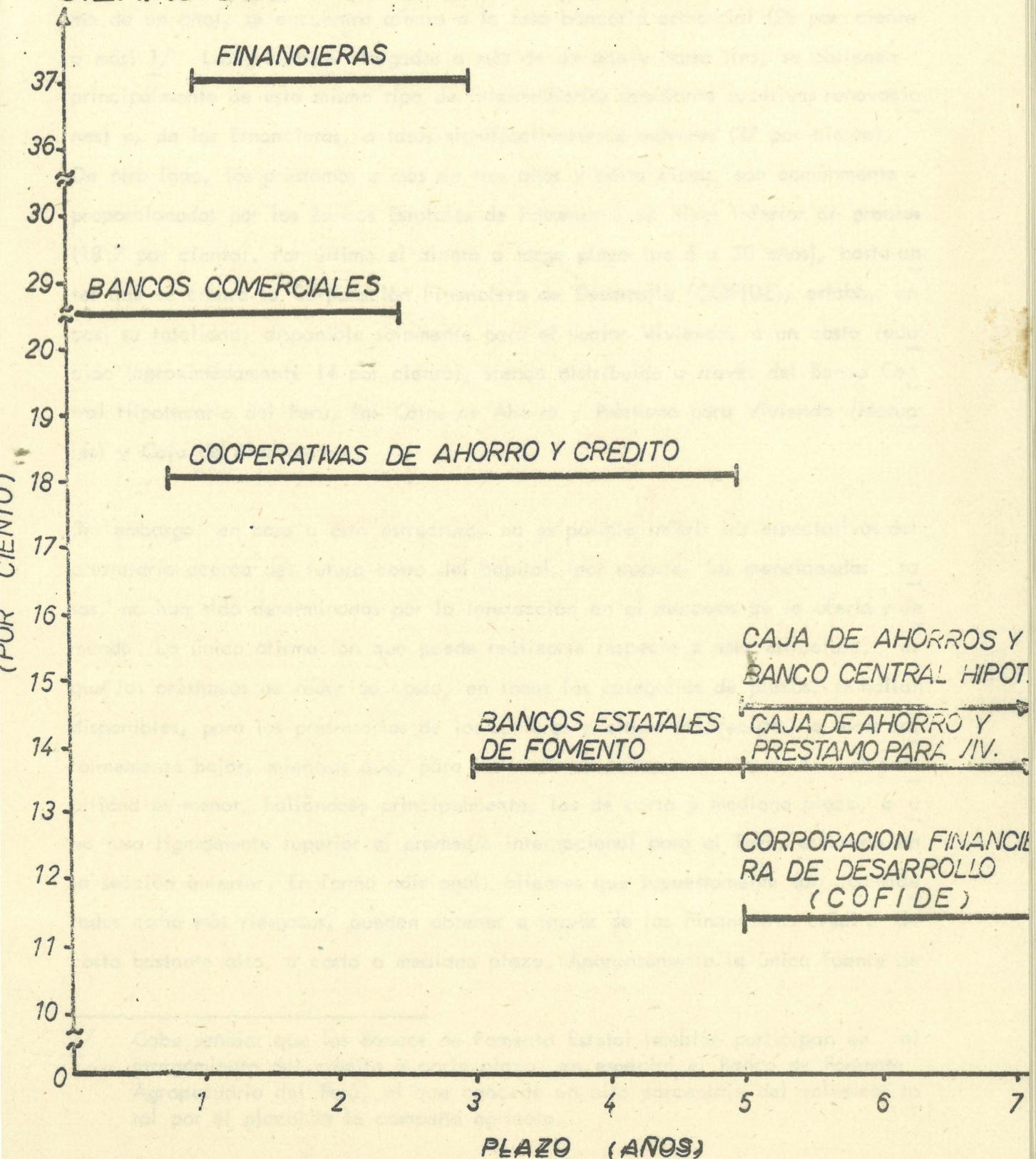
Al analizar la estructura de plazos implícita que se da en el cuadro # 1, de acuerdo con las distintas tasas de costo del crédito para el prestatario, Espectro que se presenta gráficamente en el diagrama # 4, se observan varias anomalías.

---

1/ Guillermo Garrido Lecca A.C. y Gerald T. O'Mara, "El Mercado Informal..... op. cit.

2/ En cierta forma, esta hipótesis es confirmada por el rápido desarrollo observado en las Cooperativas de Ahorro y Crédito, instituciones, que casualmente han sido creadas por personas de ingresos modestos, con el objeto de poder tener acceso a una fuente de crédito.

# ESPECTROS DE TASAS DE COSTO DEL CREDITO PARA EL PRESTATARIO SEGUN EL PLAZO OTORGADO POR LAS DIVERSAS INSTITUCIONES FINANCIERAS DEL MERCADO FORMAL.



En primer lugar, se puede apreciar que el dinero a corto plazo (hasta un máximo de un año), se encuentra afecto a la tasa bancaria comercial (20 por ciento o más) <sup>1/</sup>. Los préstamos otorgados a más de un año y hasta tres, se obtienen principalmente de este mismo tipo de intermediarios (mediante sucesivas renovaciones) y, de las Financieras, a tasas significativamente mayores (37 por ciento). De otro lado, los préstamos a más de tres años y hasta cinco, son comúnmente proporcionados por los Bancos Estatales de Fomento a un nivel inferior de precios (13.7 por ciento). Por último el dinero a largo plazo (de 5 a 20 años), hasta antes que se creara la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), estaba, en casi su totalidad, disponible solamente para el sector Vivienda, a un costo reducido (aproximadamente 14 por ciento), siendo distribuido a través del Banco Central Hipotecario del Perú, las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales) y Caja de Ahorros.

Sin embargo, en base a esta estructura, no es posible inferir las expectativas del prestatario acerca del futuro costo del capital, por cuanto, las mencionadas tasas, no han sido determinadas por la interacción en el mercado de la oferta y demanda. La única afirmación que puede realizarse respecto a esta estructura, es que los préstamos de reducido costo, en todas las categorías de plazos, se hallan disponibles, para los prestatarios de los sectores o clases favorecidas, a tasas uniformemente bajas, mientras que, para los restantes sectores o clases, la disponibilidad es menor, hallándose principalmente, los de corto y mediano plazo, a una tasa ligeramente superior al promedio internacional para el Perú, estimada en la sección anterior. En forma adicional, clientes que supuestamente son considerados como más riesgosos, pueden obtener a través de las Financieras crédito de costo bastante alto, a corto o mediano plazo. Aparentemente la única fuente de

---

<sup>1/</sup> Cabe señalar que los Bancos de Fomento Estatal también participan en el otorgamiento del crédito a corto plazo, en especial el Banco de Fomento Agropecuario del Perú, el que concede un alto porcentaje del volumen total por el plazo de la campaña agrícola.

## IV. FLEXIBILIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO

dinero a largo plazo para los sectores o grupos no favorecidos, está limitada a los valores que puedan colocar en forma particular y a los préstamos en moneda extranjera que provengan de los mercados internacionales, los que en muchas oportunidades se obtienen a través de un intermediario del Mercado Formal Peruano.

Entre las sus operaciones, se menciona que la tasa de rendimiento esperada, sobre el proyecto marginal (luego de considerar una prima por riesgo), sea igual al costo del capital. Para poder aplicar este criterio, el Mercado de Capitales debe poseer necesariamente una flexibilidad tal, que permita el libre flujo de fondos o recursos entre los distintos intermediarios del sector financiero, de manera que puedan ser estos asignados a los proyectos de mayor rendimiento marginal, lo que permite a la sociedad disponer de una mayor oferta de producción con igual inversión de recursos. En consecuencia, la asignación de recursos debe realizarse de manera tal que se asegure, a que el rendimiento esperado de cualquier uno de los proyectos marginales sea el mismo. El mencionado criterio implicaría, por lo tanto, que se establezcan las condiciones, como por ejemplo la tasa de interés, en cualquiera de los momentos de uno de los intermediarios, se generaría un proceso de difusión en los parámetros o criterios en respuesta a dicho interés, para lo cual se necesita la presencia de un estrecho vínculo entre los distintos miembros del sector financiero interno.

El cuadro # 3, muestra, mediante la evolución de diferentes variables de interés a plazo, bonos y cedulas, según sea el caso, para el año 1960 y los períodos comprendidos entre los años 1960-65 y 1965-70, la distribución absoluta y relativa del total de recursos captados por los intermediarios financieros que participan del Mercado Formal de Capitales Peruanos. Como se ha mencionado anteriormente, durante el último de los períodos indicados se produjo un sustitución de la captación de recursos, correspondiente a los recursos captados por los intermediarios dedicados a la financiación del sector privado, mediante el otorgamiento de nuevos créditos y, como consecuencia

#### IV. FLEXIBILIDAD DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO

---

El criterio de eficiencia empleado en el presente trabajo para analizar desde este punto de vista la labor que viene desempeñando el Mercado de Capitales Peruano, especifica, que bajo condiciones competitivas, las empresas orientadas hacia la maximización de sus ganancias, tenderán a graduar el volumen de sus inversiones, de modo que la tasa de rendimiento esperada, sobre el proyecto marginal (luego de considerar una prima por riesgo), sea igual al costo del capital. Para poder satisfacer este criterio, el Mercado de Capitales debe poseer necesariamente, una flexibilidad tal, que permita el libre flujo de fondos o recursos entre los distintos intermediarios del sector financiero, de manera que puedan ser estos asignados a los proyectos de mayor rendimiento marginal, lo que permite a la sociedad alcanzar un nivel más elevado de producción con igual inversión de recursos. Es decir, la asignación de recursos debe realizarse de manera tal que se propenda, a que el rendimiento esperado de cualquiera de los proyectos marginales sea el mismo. El mencionado criterio implicaría, por lo tanto, que si se cambian las condiciones, como por ejemplo la tasa de interés, en cualquiera de los instrumentos de uno de los intermediarios, se generaría un proceso de sustitución en los portafolios o carteras en respuesta a dicho cambio, para lo cual se necesita la presencia de un estrecho vínculo entre las distintas instituciones del sector financiero interno.

El cuadro # 3, muestra, mediante la emisión de obligaciones de ahorro, a plazo, bonos y cédulas, según sea el caso, para el año 1960 y los periodos comprendidos entre los años 1960-65 y 1965-70, la distribución absoluta y relativa del total de recursos captados por los intermediarios financieros que participan del Mercado Formal de Capitales Peruano. Como se ha mencionado anteriormente, durante el último de los periodos indicados, se indujo a una sustitución en la captación de recursos, dirigiéndolos hacia los instrumentos emitidos por los intermediarios dedicados a la financiación del sector vienda, mediante el ofrecimiento de mayores créditos y, como consecuencia

*Distribución Absoluta y Relativa de las Obligaciones  
de Ahorro, a Plazo y por emisión de Valores 1/  
Diagnóstico de la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano*

INSTITUCIONES	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN CAPTADO <u>2/</u>			DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN CAPTADO		
	1960	Entre 1960 y 1965	Entre 1965 y 1970	1960	Entre 1960 y 1965	Entre 1965 y 1970
	(Millones de Soles)			(Por Ciento)		
Banco de la Nación	253 <u>3/</u>	1,549	5,127	6.9	11.9	21.8
Banca Comercial	2,484	8,952	3,882	67.8	68.5	16.5
- Con oficina principal en Lima	2,404	8,237	3,513	65.6	63.0	14.9
- Regionales	-	563	403	-	4.3	1.7
- Sucursales de Extranjeros	80	152	-34	2.2	1.2	-0.1
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda <u>4/</u>	660	1,815	10,730	18.0	13.9	45.6
- Banco Central Hipotecario del Perú	446	664	5,530	12.2	5.1	23.5
- Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda	-	807	3,833	-	6.2	16.3
- Otros Bancos de Fomento	-	83	888	-	0.6	3.8
- Caja de Ahorros	214	261	479	5.8	2.0	2.0
Cooperativas de Ahorro y Crédito <u>5/</u>	21	449	3,058	0.6	3.4	13.0
Financieras	245	306	724	6.7	2.3	3.1
TOTAL	3,663	13,071	23,521	100.0	100.0	100.0

1/ Se excluyen los Bancos de Fomento Estatales por cuanto éstos obtienen sus recursos principalmente mediante líneas de crédito del Banco Central de Reserva.

2/ Cifras al 31 de Diciembre.

3/ Estimado. A esta fecha aún funcionaba como Caja de Depósitos y Consignaciones.

4/ Se excluye al Banco de la Vivienda del Perú, por cuanto esta institución en el año 1965 solo captaba recursos del Gobierno a través de su capital social, cuyo monto no es altamente significativo. En 1970, como consecuencia de los sistemas de encaje, recibía además fondos de otros agentes financieros que forman parte del Mercado Formal, especialmente del Sistema Mutual (Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda), los mismos que se utilizan para proporcionar apoyo financiero al mencionado sistema. Su inclusión por lo tanto, traería como resultado que los indicados fondos se cuenten en forma doble, lo que distorcionaría las cifras.

5/ Incluye las aportaciones.

de las tasas de interés más altas permitidas exclusivamente para estos instrumentos. Paralelamente, esta diferencia de rendimiento se vió incrementada en forma significativa por las exoneraciones tributarias otorgadas a la adquisición y/o intereses que abonen los mismos. Tenemos así, que las instituciones que proveen de fondos al sector vivienda al 31 de diciembre de 1960, habían captado el 18 por ciento del total (soles oro 660 millones), cifra que disminuyó, para el periodo 1960 - 65 al 14 por ciento (soles oro 1,815 millones), aumentando en forma brusca a casi 46 por ciento (soles oro 10,730 millones), en el periodo 1965-70.

Es también notorio el incremento de participación obtenido por la antigua Caja de Depósitos y Consignaciones, quien a partir del año 1966, se convirtió en el Banco de la Nación, asumiendo la función de agente financiero del Sector Público y encargándose de captar todos los recursos del mismo, los que con anterioridad se encontraban depositados en la Banca Comercial. Atendiendo al rol otorgado a esta institución, es explicable el por que de su aumento, pasando de 7 por ciento en diciembre de 1960, a obtener el 12 y 22 por ciento del total de los fondos captados en los periodos comprendidos entre 1960 - 65 y 1965 - 70, respectivamente.

Es también interesante destacar el progreso realizado por las Cooperativas de Ahorro y Crédito, quienes prácticamente no existían en 1960, pero que obtuvieron el 7.4% del total captado en el periodo comprendido entre los años 1965 - 70. Los socios de estas instituciones son gente de recursos modestos, que debido al racionamiento del crédito existente (haciendo comúnmente que este se halle disponible solo para un cierto grupo de personas o instituciones 1/), a la rigidez de sistema (que impide una mayor canalización de fondos para el otorgamiento de crédito al consumidor y comercial) y, al afán de evitar el tener que pagar las altas tasas exigidas en el Mer-

---

1/ Este tema ha sido tratado en la sección anterior.

cado Informal de Crédito, especialmente la adquisición de bienes de consumo, se han visto obligados a establecer estas instituciones. Las Cooperativas de Ahorro y Crédito son por lo tanto, en nuestra opinión, una prueba de la demanda que existe por un mayor volumen de crédito para la financiación de las compras de bienes de consumo, la cual, como se indicó anteriormente, no es recomendable facilitar.

El cuadro # 4 muestra la distribución de las colocaciones, excepto aquellas otorgadas por los Bancos de Fomento Estatales, tanto de volúmenes absolutos, como relativos, para los mismos periodos de tiempo considerados en el cuadro anterior, igualmente, se toma en consideración las cifras de fin de año. En forma similar al caso de las obligaciones, se aprecia un considerable desplazamiento, del volumen total de crédito otorgado, hacia el financiamiento del sector vivienda, pasando a representar en términos relativos del 8 por ciento en 1960, al 28 por ciento del total prestado en el periodo 1965 - 70. De igual manera, las participaciones del Banco de la Nación y Cooperativas de Ahorro y Crédito, han aumentado en forma significativa, pasando en los periodos de tiempo considerados anteriormente para las instituciones financieras de apoyo al sector vivienda, de 3 y 0.3 por ciento a 28 y 12 por ciento, respectivamente. De otro lado, la participación de los Bancos Comerciales se ha visto fuertemente disminuída, pasando de 81 por ciento en 1960 a 31 por ciento en el periodo 1965 - 70.

Para evitar que la presentación sea incompleta, debemos incorporar al análisis, el crédito selectivo concedido directamente por las autoridades monetarias a través de los Bancos de Fomento Estatal, a los sectores productivos, información que se incluye en el cuadro # 5. Cabe señalar que en este caso no se considera al Banco de la Vivienda del Perú, por cuanto prácticamente, el íntegro de sus préstamos son otorgados a las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales) con el objeto de promover cier

*Distribución Absoluta y Relativa de las Colocaciones excluyendo los Bancos de Fomento Estatal  
Diagnóstico de la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano*

INSTITUCIONES	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN COLOCADO <sup>1/</sup>			DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN COLOCADO		
	1960	Entre 1960 y 1965	Entre 1965 y 1970	1960	Entre 1960 y 1965	Entre 1965 y 1970
	(Millones de Soles)			(Por Ciento)		
Banco de la Nación	208 <sup>2/</sup>	4,205	7,031	2.5	29.7	28.1
Banca Comercial	6,630	7,433	7,802	80.8	52.4	31.2
- Con oficina principal en Lima	6,367	6,477	6,666	77.6	45.7	26.6
- Regionales	13	683	744	0.2	4.8	3.0
- Sucursales de Extranjeros	250	273	392	3.0	1.9	1.5
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda <sup>3/</sup>	662	1,543	6,899	8.1	10.9	27.5
- Banco Central Hipotecario	495	466	2,338	6.0	3.3	9.3
- Cajas de Ahorro y Préstamos para Vivienda	-	816	3,216	-	5.8	12.8
- Otros Bancos de Fomento	-	69	931	-	0.5	3.7
- Caja de Ahorros	167	192	414	2.1	1.3	1.7
Cooperativas de Ahorro y Crédito	26	572	2,887	0.3	4.0	11.5
Financieras	683	420	432	8.3	3.0	1.7
TOTAL	8,209	14,173	25,051	100.0	100.0	100.0

1/ Cifras al 31 de diciembre.

2/ Estimado. A esta fecha aún funcionaba como Caja de Depósitos y Consignaciones.

3/ Se excluye al Banco de la Vivienda del Perú por cuanto el íntegro de sus recursos los destina prácticamente a brindar apoyo financiero al Sistema Mutual (Cajas de Ahorro y Crédito para Vivienda), quienes a su vez colocan esos fondos, lo que traería como resultado que estos montos se consideren en forma doble.

Tomado de: Guillermo Garrido Lecca A.C. Manuel Cobo del Prado, Alfredo Romero Vega y Guillermo Gastañeta C. de A.,  
El Mercado Formal ... op cit.

CUADRO # 5

*Distribución Absoluta y Relativa de las Colocaciones  
Diagnóstico de la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano*

INSTITUCIONES O GRUPO DE LAS MISMAS	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN COLOCADO <sup>1/</sup>			DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN COLOCADO		
	1960	Entre 1960 y 1965 (Millones de Soles)	Entre 1965 y 1970	1960	Entre 1960 y 1965 (Por Ciento)	Entre 1965 y 1970
Banco Industrial del Perú	514	1,523	1,565	4.9	8.9	5.0
Banco de Fomento Agropecuario	1,584	1,179	4,430	15.2	6.9	14.0
Banco Minero del Perú	118	157	538	1.1	0.9	1.7
SUB-TOTAL	2,216	2,859	6,533	21.2	16.7	20.7
Banco de la Nación	208	4,205	7,031	2.0	24.7	22.3
Bancos Comerciales	6,630	7,433	7,802	63.6	43.6	24.7
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda	662	1,543	6,899	6.4	9.1	21.8
Cooperativas de Ahorro y Crédito	26	572	2,887	0.2	3.4	9.1
Financieras	683	420	432	6.6	2.5	1.4
TOTAL	10,425	17,032	31,584	100.0	100.0	100.0

<sup>1/</sup> Cifras al 31 de diciembre.

Las cifras para los Bancos de Fomento Estatal, se toman de Guillermo Garrido Lecca A.C., Manuel Cobo del Prado, Alfredo Romero Vega y Guillermo Gastañeta, El Mercado Formal ... op cit.

Las restantes estadísticas se obtienen del cuadro # 4 del presente trabajo.

tos programas específicos, lo que significaría un doble conteo, ya que esas cantidades aparecen entre las colocaciones de estas instituciones.

Al observar la estadística presentada en el cuadro # 5, se puede apreciar, que el crédito total otorgado hasta 1960 al sector vivienda, era aproximadamente el 25 por ciento del otorgado por los Bancos Estatales de Fomento, que en el periodo 1960-65, éste superaba el 50 por ciento y; que para el lapso 1965 - 70, el concedido al sector vivienda es mayor. En forma semejante, si comparamos el crédito otorgado al sector vivienda con el concedido al industrial por los Bancos encargados del fomento de cada sector podremos observar que, hasta 1965, éstos prácticamente se desarrollaban en forma paralela, sin embargo, a partir de dicha fecha, hasta 1970, el último de los nombrados se estanca, representando su monto tan solo el 23 por ciento del total concedido al sector vivienda (totales para el periodo 1965 - 70, Banco Industrial del Perú soles oro 1565 millones Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda soles oro 6899 millones).

Al comparar los totales de captación y utilización de recursos de las instituciones financieras de apoyo al sector vivienda, se observa que una considerable porción de éstos no han podido ser colocados 1/. Al mismo tiempo, la rigidez del sistema ha permitido que dicho exceso sea transferido solo parcialmente, a otros intermediarios. Es decir, la falta de flexibilidad, alienta una sobre inversión en algunos sectores de la econo

---

1/ Por supuesto, al comparar las distintas instituciones o grupos de las mismas, desde este punto de vista, se incurre en una sobre simplificación, ya que no se está tomando en cuenta el hecho de que de aquellas consideradas de apoyar al sector vivienda, tales como el Banco Central Hipotecario del Perú y las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda, no reciben depósitos a la vista. Tanto el Banco de la Nación como los Comerciales captan además recursos mediante esta modalidad, los que no se han incluido en las estadísticas antes presentadas. Igualmente, no se está tomando en cuenta la estructura de encajes. Todo esto sin embargo, tan solo complicaría el análisis sin afectar las conclusiones, justificándose por lo tanto su exclusión.

mía y una subinversión en otros, evitando de esta manera se pueda satisfacer el criterio de eficiencia antes expuesto, al no permitir que se propenda a que el rendimiento esperado de cualquiera de los proyectos marginales, sea el mismo. Esto es, las limitaciones legales, institucionales y, estructurales, conducen a vincular a determinadas instituciones financieras con ciertos sectores de la economía, evitando que éstas puedan satisfacer necesidades de proyectos, en otros donde los rendimientos marginales sean mayores.

Es preciso destacar la dación de recientes medidas de política monetaria, destinadas principalmente a transferir gran parte de los recursos captados por algunas instituciones de apoyo al sector vivienda, hacia el Gobierno, obligándolas de esta forma, a adquirir Títulos de la Deuda Pública.

Así tenemos, que durante el año 1971, se establecieron las siguientes medidas de encaje:

- A. Sobre el monto total de cédulas emitidas por el Banco Central Hipotecario del Perú ..... 50 por ciento.
- B. Sobre el monto total de Bonos de Fomento Hipotecario emitidos por el Banco de la Vivienda del Perú ..... 40 por ciento.
- C. Sobre el monto total de Cédulas emitidas por la Caja de Ahorros de la Beneficiencia Pública de ..... 40 por ciento.

A manera de compración se debe señalar que el encaje básico exigido para los depósitos de ahorro, es de 6 por ciento.

Como consecuencia de las medidas en referencia, tenemos, que las indicadas instituciones, habían adquirido Títulos de la Deuda Pública para el año 1969, por el valor de soles oro 30 millones <sup>1/</sup> y, soles oro 3,670 millones para el año 1971.

---

<sup>1/</sup> Cifra aproximada.

De igual manera, tenemos que se dictaron medidas que han dado origen a un considerable aumento de los recursos captados por el Banco de la Nación, los que provienen principalmente de la Banca Comercial y del Sector Gobierno; recursos que son reasignados por este agente, a distintas Instituciones Financieras, las que a su vez los distribuyen a los diversos sectores de la economía. Tenemos así que los depósitos a la vista de los Bancos Comerciales y del Sector Gobierno para los años 1969 y 1970, respectivamente, son 1/:

AÑO	BANCOS COMERCIALES	SECTOR GOBIERNO
	Millones de Soles	
1969	506	5,047
1970	3,644	12,815

Esta desagregación no se dispone para 1971; sin embargo, de las cifras obtenidas en la memoria anual de la Superintendencia de Banca y Seguros, se aprecia que el volumen total de depósitos a la vista entre los años 1970 y 1971, no ha aumentado.

Desafortunadamente no se han calculado series estadísticas de inversión sectorial para el país que permitan elaborar pruebas fehacientes de las apreciaciones expuestas en el párrafo anterior, sin embargo, para los fines del presente documento, se ha elaborado una serie estadística de inversión bruta anual en construcción de viviendas 2/, la misma que se ha restado del total de construcciones publicada por el Banco Central de Reserva del Perú. El mencionado estimado, nos permite relacionar la inversión en construcción de viviendas, con aquellas en el resto de los sectores económicos y existencias, cifras que se presentan

1/ Cifras tomadas de Manuel Cobo del Prado C. y Guillermo Garrido Lecca A. C. "Estudio Piloto..." op. cit.

2/ Estimada en base a las estadísticas proporcionadas por la Cámara Peruana de la Construcción.

en el cuadro #6. En términos generales, puede apreciarse la falta de una tendencia definida en las cifras de inversión bruta en planta, ya sea maquinaria, equipo o construcciones, y el aparente carácter especulativo de la inversión en existencias con relación a las fluctuaciones en el tipo de cambio del valor de la moneda nacional respecto a la extranjera 1/. De otro lado, es la inversión bruta en construcción de vivienda, la única serie que muestra una fuerte tendencia ascendente, aunque esta es quebrada en los últimos años, entre otros factores, por causa de la devaluación del tipo de cambio. Cabe señalar también, que casualmente, cuando es mayor el grado de sustitución en el ahorro hacia las instituciones de apoyo al sector vivienda 2/, y por ende, el nivel de captación, es cuando la demanda por fondos en este sector, afloja, notándose la caída en el monto bruto invertido y, dando lugar, por lo tanto, al exceso de los recursos antes mencionados.

Desafortunadamente, no se dispone de estadísticas que nos permitan realizar semejantes evaluaciones para periodos de tiempo más recientes. En

1/ Durante todo el periodo bajo análisis solamente se produce una fluctuación de considerable importancia en el tipo de cambio de la unidad monetaria peruana, la que ocurrió en octubre de 1967. En los años que preceden a esta devaluación, claramente se aprecia un significativo incremento en el valor bruto de la inversión en existencias, nivel que cae bruscamente, alcanzando los más bajos niveles de la serie analizada, conjuntamente con la variación en el tipo de cambio.

2/ El total anual de recursos captados por el Banco Central Hipotecario (BCH) y Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (CAPV) para el período 1965-70 han sido:

	(Millones de Soles)					
	1966	1967	1968	1969	1970	TOTAL
BCH	753	548	360	696	3,173	5,530
CAPV	627	400	-196	1,417	1,585	3,833
TOTAL	1,380	948	164	2,113	4,758	9,363

*Inversión Bruta Real en el Perú durante el Periodo Comprendido por los Años 1960-70*  
*Diagnóstico del Mercado de Capitales Peruano*  
 (Millones de Soles de 1963)

INVERSION EN	AÑO											
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	
Maquinaria y Equipo	5,482	7,083	8,676	9,051	8,269	9,982	11,443	10,842	9,332	9,509	9,802	
Construcciones y Planta	3,918	4,540	4,406	2,759	2,453	1,274	1,347	2,343	2,228	2,979	4,180	
SUB-TOTAL	9,400	11,623	13,082	11,810	10,722	11,256	12,790	13,185	11,560	12,488	13,982	
Construcción de Viviendas	1,292	1,912	2,556	3,301	3,941	6,266	6,939	5,062	3,966	3,194	3,689	
SUB-TOTAL	10,692	13,535	15,638	15,111	14,663	17,522	19,729	18,247	15,526	15,682	17,671	
Variación de Existencias	2,990	2,053	1,650	1,280	2,468	1,903	4,026	4,830	870	879	-301	
TOTAL INVERSION BRUTA	13,682	15,588	17,288	16,391	17,131	19,425	23,755	23,077	16,396	16,561	17,370	

Tomado de: Cuentas Nacionales del Perú, Tomo I, Banco Central de Reserva del Perú, 1970

El Desarrollo Económico y Financiero del Perú de 1969 a 1972, Banco Central de Reserva del Perú, 1972

La serie para construcción de viviendas ha sido elaborada en base a las estadísticas proporcionadas por la Cámara Peruana de la Construcción.

*Inversión Bruta Real Expresada como Porcentaje del Producto Nacional Bruto  
Diagnóstico del Mercado de Capitales Peruano  
(Por Ciento)*

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Producto Nacional Bruto	64175	69411	75836	78710	84098	88146	93186	94711	95353	96688	104626
Inversión como porcentaje del Producto Nacional Bruto, en:											
Maquinaria y Equipo	8.6	10.2	11.4	11.5	9.8	11.3	12.3	11.4	9.8	9.8	9.4
Construcciones Planta	6.1	6.5	5.8	3.5	2.9	1.5	1.4	2.5	2.3	3.1	4.0
SUB-TOTAL	14.7	16.7	17.2	15.0	12.7	12.8	13.7	13.9	12.1	12.9	13.4
Construcciones Vivienda	2.0	2.8	3.4	4.2	4.7	7.1	7.5	5.4	4.2	3.3	3.5
SUB-TOTAL	16.7	19.5	20.6	19.2	17.4	19.9	21.2	19.3	16.3	16.2	16.9
Variaciones de Existencia	4.6	2.9	2.2	1.6	3.0	2.1	4.3	5.1	0.9	0.9	-0.3
TOTAL INVERSION BRUTA	21.3	22.4	22.8	20.8	20.4	22.0	25.5	24.4	17.2	17.1	16.6

Tomado de: Cuentas Nacionales .....op. cit.

rasgos generales, puede observarse una cierta tendencia a reducir la canalización de recursos hacia el sector vivienda, el que es reemplazado por el sector público, y en menor escala, por el manufacturero. Para los Bancos Comerciales se han implantado, además, medidas denominadas de crédito selectivo, las mismas que obligan a asignar un cierto porcentaje de los recursos a cada sector de la economía. En la medida en que todas las nuevas disposiciones impidan una mejor asignación de recursos, de acuerdo con los criterios establecidos y atendiendo a un determinado nivel de inversión, se continuará impidiendo la obtención de un mayor desarrollo de la economía peruana <sup>1/</sup>.

---

<sup>1/</sup> Cabe recordar, que para evitar las implicancias de la teoría del segundo mejor (second best), el análisis se ha realizado bajo la suposición de que todos los mercados fuera del sector financiero son competitivos. El que otros mercados estén apartados de su equilibrio, significa, que no necesariamente las correcciones introducidas tendientes a optimizar el funcionamiento del mercado bajo análisis nos conducirán a un mejor nivel desde el punto de vista económico. Es decir, que de acuerdo con el objetivo de la investigación, se incurre en esta simplificación para aislar al mercado de capitales, hecho que facilita su análisis, sin pretender implicar que se trata de la realidad peruana.

## V. OTROS ASPECTOS DEL MERCADO DE CAPITALES PERUANO Y SU RELACION CON LA DISTRIBUCION DEL INGRESO

---

Puesto que el mercado de Capitales es un sector de servicios al proveer la intermediación de recursos financieros entre los ahorristas y prestatarios netos, facilitando el proceso de producción e intercambio tenemos que también es en cierta forma independiente del patrón de demanda final, distribución de ingreso y su relación con el desarrollo. Sin embargo cabe acotar, que con esto no se desea sugerir que los procesos de ahorro e inversión no se encuentran influenciados fuertemente por la estructura real de la producción, demanda final y distribución del ingreso, sino que más bien, se pretende enfatizar el hecho de que la función desempeñada por el proceso de intermediación financiera, es mucho más neutral que la estructura del ahorro y la inversión. Es decir, que en cierta forma debemos diferenciar entre el sector financiero como uno de servicio, sujeto por lo tanto a varios grados de competencia y, el proceso de acumulación de capital. En consecuencia, el sector financiero, como cualquier otro, se presta a condiciones de competencia imperfecta y utilidades oligopólicas. Sin embargo, este hecho no impide que los servicios de intermediación puedan cumplir una función social y económica bastante diferente, como por ejemplo, incorporar grupos sociales marginales al proceso de desarrollo, aumentar la competencia entre el sector privado de la economía, facilitar la movilización de ahorros y canalizarlos a los sectores que se quieran favorecer, etc.

En el Perú las principales fuentes de recursos financieros han sido las rentas económicas derivadas de la explotación de recursos naturales (en especial para la exportación), y las utilidades provenientes del comercio e industrias sustitutivas de importación, las mismas que gozan de protección que evita la competencia, ya sea mediante barreras arancelarias, permisos o licencias especiales y otros tipos de control. Puesto que las personas que obtienen es-

tas rentas o "utilidades" residen casi en su totalidad en el área metropolitana de Lima y Callao, lugar donde se encuentra ubicada la mayoría del comercio e industrias de los tipos antes mencionados, tenemos que en forma paralela los servicios de intermediación se hallan altamente concentrados en la indicada área, de manera que, el costo marginal de intermediación para el prestatario neto y el beneficio marginal para el prestamista neto, propende a incrementar en forma significativa conforme nos apartamos de la zona Metropolitana de Lima y Callao (Cuadro N<sup>o</sup> 8 ). Esto significa una mayor disponibilidad de fondos para los prestatarios de dicha zona, lo cual conduce, por lo tanto, a mantener la concentración del ingreso y de la riqueza en la misma; además, como se ha visto anteriormente y atendiendo a las condiciones halladas, el mercado propende a favorecer en forma proporcional a aquellos prestatarios de primera clase o menor riesgo, esto es, a concentrar la mayor disponibilidad de fondos en las personas o grupos de mayores ingresos.

Al respecto, cabe señalar, que aquellas políticas que conducen a un adecuado desarrollo financiero, y que son apropiadamente ejecutadas, no son contradictorias con las de redistribución del ingreso. Más aún, la fijación de tasas de interés oficiales por debajo del nivel de equilibrio, además de poder retardar el desarrollo del mercado de capitales, tienen, al mismo tiempo, un efecto regresivo sobre la redistribución del ingreso, ya que la indicada tasa ha sido efectiva para los depósitos de ahorro y a plazo tanto en bancos, como en las restantes instituciones de captación de recursos, a las que recurren las personas de menores ingresos. De otro lado, tenemos que la rentabilidad es mayor en los títulos de renta variable, depósitos en el extranjero y en algunas de estas mismas instituciones, cuando a la tasa de interés oficial, se suma el beneficio de las exoneraciones tributarias; posibilidades abiertas sólo a las personas de mayores ingresos.

## CUADRO # 8

*Distribución Regional de las Obligaciones y Colocaciones<sup>1/</sup>*  
*(Miles de Soles Corrientes)*

A) <u>BANCA COMERCIAL</u>	- <u>OBLIGACIONES<sup>2/</sup></u>					
	1960		1965		1970	
		(%) <sup>3/</sup>		(%) <sup>3/</sup>		(%) <sup>3/</sup>
LIMA Y CALLAO	6,987'112	77.0	15,471'644	76.7	31,108'411	80.3
RESTO DEL PAIS	2,086'036	23.0	4,687'404	23.3	7,642'943	19.7
T O T A L	9,073'148	100.0	20,159'048	100.0	38,751'354	100.0
	- <u>COLOCACIONES</u>					
LIMA Y CALLAO	5,548'660	81.8	11,408'963	78.7	19,733'833	83.5
RESTO DEL PAIS	1,236'399	12.2	3,081'587	21.3	3,899'238	16.5
T O T A L	6,785'059	100.0	14,490'550	100.0	23,633'071	100.0
B) <u>BANCO INDUSTRIAL DEL PERU</u>	- <u>COLOCACIONES<sup>4/</sup></u>					
LIMA Y CALLAO	238'022	46.3	1,266'457	62.3	2,269'770	63.2
RESTO DE COSTA	239'565	46.6	689'131	33.9	1,016'368	28.3
SIERRA Y SELVA	36'500	7.1	77'248	3.8	305'270	8.5
T O T A L	514'087	100.0	2,032'836	100.0	3,591'408	100.0
C) <u>BANCO CENTRAL HIPOTECARIO DEL PERU<sup>5/</sup></u>						
LIMA Y CALLAO	459'451	96.0	808'723	97.7	2,773'920	98.0
RESTO DEL PAIS	19'050	4.0	18'718	2.3	55'174	2.0
T O T A L	478'501	100.0	827'441	100.0	2,829'094	100.0

1/ Cifras al 31 de diciembre.

2/ Incluye inmediatas, a plazo y de ahorro.

3/ Distribución porcentual

4/ Se ha prorrateado en base a los montos de los préstamos acordados y que se encuentran vigentes, los que necesariamente no tienen por que haber sido desembolsados.

5/ Incluye solamente los préstamos de amortización gradual, los que presentaron en 1970 el 89. por ciento del total de las colocaciones.

Paralelamente, y como consecuencia del racionamiento existente, el crédito a las tasas de interés oficiales, tiende a ser recibido solamente por los industriales, comerciantes, etc., esto es, por personas de mayores ingresos. En cambio, los empleados y obreros, gente de menores ingresos, se ven obligados, en su mayoría a financiar sus adquisiciones de bienes de consumo durable en el mercado informal y, a tasas que duplican o triplican las oficiales, lo que tiene mayor importancia si se considera la dependencia de este, último, con el mercado formal en cuanto a la obtención de sus fondos se refiere. Este es otro factor que se suma a los antes analizados y que propende a la formación de una estructura oligopolística dentro de la economía con un alto grado de integración vertical, conduciendo al mantenimiento del status quo, lo que significa un obstáculo al cambio de las estructuras político-sociales. Esto es, la actual estructura del mercado de capitales no otorga la flexibilidad imprescindible para el indicado cambio, y por lo tanto, conduce a perpetuar la situación existente

