

# **LA REPRESION FINANCIERA EN EL PERU**

g. garrido lecca

esan





# La Represión Financiera en el Perú

**Guillermo Garrido Lecca Alvarez Calderón**

**Escuela de Administración de Negocios  
para Graduados (ESAN)**

**LIMA, 1977**

Corrección: Antonio Maurial

Carátula: Luisa Boggio

© ESAN, 1977

1ª edición Agosto 1977

Impreso en el Perú

2,000 ejemplares

## Indice

Prefacio	13
Capítulo I	
Naturaleza del Mercado Financiero	15
— Mercados Financieros Formal e Informal	
Capítulo II	
Teoría de la Financiación	19
Capítulo III	
El Mercado Formal Financiero	29
— Rigidez del Sistema	29
— Costo del Crédito	38
— Efecto de la Tasa Máxima en el Crédito	45
— Plazos de los Préstamos	48
Capítulo IV	
El Mercado Informal Financiero Urbano	51
— Alcances del Estudio	51
— Diseño de la Muestra y Trabajo de Campo	52
— Volumen del Mercado Informal Urbano	55
— Dependencia del Financiamiento Informal Urbano del Formal	60
— Costo del Crédito	62
— Plazos de los Préstamos y Experiencias por Falta de Pago	72

## Capítulo V

Evaluación del Sistema Financiero Peruano	77
— La Represión Financiera	77
— Importancia Absoluta del Mercado Informal Urbano	79
— Interpretación Económica del Funcionamiento del Mercado Financiero	81
— El Caso Peruano	85
NOTAS	91
BIBLIOGRAFIA	99

## Lista de Cuadros

### Capítulo III

- Cuadro Nº 1**  
Distribución Absoluta y Relativa de las Obligaciones de Ahorro,  
a Plazo y por Emisión de Valores 30-31
- Cuadro Nº 2**  
Distribución Absoluta de las Colocaciones Excluyendo los  
Bancos de Fomento Estatal y la Corporación Financiera de  
Desarrollo 34
- Cuadro Nº 3**  
Distribución Absoluta y Relativa de las Colocaciones 35
- Cuadro Nº 4**  
Distribución de los Depósitos del Banco de la Nación en la  
Banca Comercial 39
- Cuadro Nº 5**  
Costo del Crédito para el Usuario en el Mercado Formal de  
Capitales Peruanos 41
- Cuadro Nº 6**  
Rédito de los Principales Instrumentos de Captación 42-43

### Capítulo IV

- Cuadro Nº 1**  
Distribución de la Muestra y Entrevistas por Clase de Producto  
y Actividad 53
- Cuadro Nº 2**  
Estimados del Volumen Total del Mercado Informal para las  
Clases de Bienes Encuestados. Area de Lima-Callao 54

<b>Cuadro N° 3</b>	
Volumen estimado del Mercado Informal Financiero Urbano en el Perú al 31 de Diciembre de 1971	57
<b>Cuadro N° 4</b>	
Porcentaje del Crédito Informal Urbano que se Refinancia en el Mercado Formal	61
<b>Cuadro N° 5</b>	
Distribución Porcentual de las Instituciones del Mercado Formal en la Refinanciación de Documentos del Mercado Informal	63
<b>Cuadro N° 6</b>	
Costo del Crédito en el Mercado Informal Urbano para las Clases de Bienes Investigados	68
<b>Cuadro N° 7</b>	
Promedio de los Plazos Usuales de los Préstamos Concedidos en el Mercado Informal Urbano para las Clases de Bienes Investigados	72
<b>Cuadro N° 8</b>	
Distribución Porcentual del Cumplimiento en los Pagos de las Deudas Contraídas por Ventas al Crédito	73

#### Capítulo IV

<b>Cuadro N° 1</b>	
Comparación de los Volúmenes de Crédito otorgados por el Mercado Informal Urbano sujeto a las Condiciones del Mercado y la Fracción Pertinente del Mercado Formal	80
<b>Cuadro N° 2</b>	
Inversión Bruta Real en el Perú durante el Período comprendido por los años 1960-1973	88
<b>Cuadro N° 3</b>	
Inversión Bruta Real expresada como Porcentaje del Producto Nacional Bruto	89

## Lista de Diagramas

### Capítulo III

<b>Diagrama N° 1</b>	
Mercado de Crédito Bancario para Prestatarios de Alto Riesgo	47
<b>Diagrama N° 2</b>	
Mercado de Crédito Bancario para Prestatarios de Bajo Riesgo	48
<b>Diagrama N° 3</b>	
Espectros de Tasas de Costo del Crédito para el Prestatario según el Plazo otorgado por las Diversas Instituciones Financieras del Mercado Formal	49

### Capítulo IV

<b>Diagrama N° 1</b>	
Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Productores y Minoristas para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972	66
<b>Diagrama N° 2</b>	
Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Productores y Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972	67
<b>Diagrama N° 3</b>	
Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Minoristas y Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972	69

**Diagrama N° 4**

Distribución Porcentual del Costo del Crédito a Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972

70

**Diagrama N° 5**

Distribución Porcentual del Plazo Usual en las Ventas al Crédito de Productores a Intermediarios o Minoristas; Area de Lima y Callao, 1972

74

**Diagrama N° 6**

Distribución Porcentual del Plazo Usual en las Ventas al Crédito del Productor y Minorista al Consumidor, Area de Lima y Callao, 1972

75

**Capítulo V**

**Diagramas Nos. 1 y 2**

Precio del Crédito - Cantidad de Crédito

83

**A mi esposa e hijos, a quienes privé  
del tiempo que les correspondía para  
emplearlo en la realización de este trabajo.**

**EL AUTOR**



## PREFACIO

*Esta obra ha sido escrita con el doble propósito de contribuir, dentro de lo posible, al esclarecimiento de los problemas básicos que afectan el proceso económico peruano y a ampliar el horizonte de estudios pragmáticos que analicen la evolución de los países en vías de desarrollo. En él se sintetiza el resultado de los múltiples trabajos que he realizado durante los últimos años, en los que me dediqué a estudiar la operatividad y funciones que ha venido desempeñando el mercado financiero en el Perú.*

*Si bien el documento ha sido elaborado dentro del marco técnico económico, este hecho no impide que personas con menor preparación en este campo puedan extraer los pensamientos que en él se exponen. Con este fin, sugiero a los lectores con poco conocimiento en teoría económica, omitir el Capítulo II y algunos pasajes del Capítulo III, secciones en las que fundamento la metodología empleada en el estudio mediante la utilización de las herramientas del análisis económico.*

*Me sería muy largo enumerar las personas que de una forma u otra han facilitado y/o contribuido en la realización de mis trabajos sobre el Mercado Financiero Peruano. Sin embargo, especial mención merecen Gerald O'Mara, Carlos Otero B. y Alfredo Novoa P. A todos, deseo expresarles mi más sincero agradecimiento.*

Guillermo Garrido Lecca Alvarez Calderón



## Capítulo I

### NATURALEZA DEL MERCADO FINANCIERO

Existe consenso entre los economistas en que una de las variables claves para el desarrollo económico es la asignación eficiente de recursos de inversión, enunciado que hace fundamental el estudio de las actividades financieras, ya que constituyen el mecanismo mediante el cual se canaliza dicha asignación. Se consideran actividades financieras, todas las que se refieren al proceso de transformación del ahorro neto en inversión neta. Por lo tanto, estas actividades pueden o no ejecutarse dentro del complejo de instituciones creadas con este fin. El término "actividades financieras" incluye en consecuencia, además de las vinculadas con el mercado de valores e intermediarios financieros, las concernientes al autofinanciamiento de empresas, la conversión del ahorro en acciones —o actividades financieras fuera del sector financiero— y las actividades de inversión del gobierno.

El sector financiero incluye todas las instituciones que se especializan en actividades financieras, mientras que el no financiero se encuentra constituido por las que ejecutan actividades financieras sin que ésta sea su función principal. Es importante aclarar que esta definición bastante amplia, comprende todas las transformaciones del ahorro en los distintos sectores económicos, efectúense o no por intermedio del financiero.

*Mercados financieros formal e informal.* En la mayoría de los países en vías de desarrollo coexisten los mercados financieros formal e informal. Se entiende por mercado formal al constituido por la participación de intermediarios financieros especializados, tales como los bancos comerciales, compañías de seguros, financieras, etc.; es decir, instituciones del sector financiero. El mercado informal comprende todos los servicios de carácter financiero brindados por empresas que no están relacionados directamente al mercado formal; es decir, instituciones del sector no financiero. Es de esperarse que con la evolución de los países en desarrollo se acrecienten los beneficios de la especiali-

zación de las actividades de las empresas que participan en el mercado formal, lo que originaría menores costos y permitiría a estas instituciones una creciente importancia relativa.

Debe señalarse también que los costos de las transacciones financieras (incluyendo los de adquisición de información) esencialmente son independientes de su volumen, motivo que origina la presencia de economías de escala en las finanzas, las que tienden a limitar la participación de las instituciones del mercado formal en aquellos tipos de actividad financiera donde las transacciones se realizan por pequeños montos. En consecuencia, es factible que instituciones participantes en el mercado informal adquieran una situación de privilegio, al poder realizar transacciones a un menor costo. Tal es el caso de las grandes empresas comerciales y los prestamistas en las zonas rurales apartadas. Este hecho en cierta manera justifica la sobrevivencia del mercado informal, permitiéndole además desempeñar ciertas funciones especializadas. Tanto es así que aún en países industrializados encontramos que la presencia de este tipo de factores que reducen el costo por transacción, han inducido a firmas no financieras a proporcionar un significativo volumen de servicios financieros, por ejemplo, las operaciones de crédito de firmas comerciales tales como Sears Roebuck and Co.

El mercado formal no sólo puede encontrarse de manera especial limitado por costos relativamente altos en áreas rurales de los países en desarrollo<sup>1</sup>. Desventajas similares se presentan en ciertas actividades financieras urbanas. En particular, donde el crédito se otorga paralelamente a la venta de productos, la empresa comercial podrá gozar de una ventaja, en los costos de la transacción financiera, mayor que aquella con la que se benefician los intermediarios del mercado formal.

La presencia de imperfecciones en el mercado y de ciertas medidas de política que distorsionan las relaciones costo-precio, pueden segmentar el mercado interno financiero, originando una ineficiente asignación de la inversión y la existencia de beneficios monopólicos en prestamistas estratégicamente situados<sup>2</sup>. El hecho de que esta situación es común en los países en desarrollo es mostrado por McKinnon (6) y Shaw (7) en sus tratados sobre la "represión financiera". Este concepto ha sido introducido para describir un cierto tipo de políticas económicas que dan como resultado un pobre desarrollo o "represión" del sector financiero. Uno de los criterios en que se fundamenta esta teoría es la comprobación de una diferencia exagerada entre el costo del crédito para el usuario en los mercados formal e informal.

Este libro persigue describir y analizar las principales características del Mercado Financiero Formal y los resultados de una investiga-

ción empírica del informal urbano. Muestra que existe una diferencia desproporcionada entre el costo del crédito en los mercados formal e informal y que ésta es consecuencia, en gran medida, de la represión financiera. Más aún, aparentemente la represión financiera fue instituida como parte de una estrategia de industrialización mediante la sustitución de importaciones permitiendo altos beneficios industriales. Su propósito era obtener un crecimiento industrial autofinanciado en el que la represión facilita concentrar el control y el establecimiento de beneficios monopólicos. En el Capítulo II se esquematizan los distintos aspectos teóricos de la financiación, necesarios para el desarrollo del estudio por realizar; en el Capítulo III se tratan las condiciones bajo las que opera el mercado formal y se estudian sus principales aspectos operativos; en el Capítulo IV se discuten los métodos utilizados en la investigación empírica del mercado informal y se presentan los resultados obtenidos; en el Capítulo V se interpretan y analizan, globalmente, los aspectos presentados en los anteriores, dentro del marco teórico de la represión financiera y a la luz de algunos antecedentes históricos.



## Capítulo II

### TEORIA DE LA FINANCIACION

Se inicia este capítulo con la presentación de la teoría del prestamista formal, para luego por comparación deducir la del prestamista informal, dado que la diferencia sustancial entre ambas radica en el grado de especialización. La tarea del intermediario financiero consiste en comparar obligaciones de los prestatarios finales y, a su vez, emitir obligaciones indirectas sobre las carteras de los prestamistas finales, debiendo existir un margen positivo entre la tasa recibida y la pagada por estos dos tipos de obligaciones, la cual debe ser suficiente para cubrir los costos, hecho que determina la operación como actividad económicamente viable. El intermediario genera este margen, diferenciando las obligaciones que compra de las que vende y, explotando las economías de escala en el otorgamiento y obtención de préstamos. Generalmente, el intermediario puede invertir en obligaciones primarias a costos unitarios significativamente más bajos que los de los prestamistas en pequeña escala, así también el mayor volumen de su cartera le permite una diversificación que reduce el riesgo.

En lo que respecta al otorgamiento de préstamos, los vencimientos de éstos se pueden programar para minimizar los requerimientos de liquidez, en tanto que en la obtención de préstamos, se podrá igualmente utilizar una regularidad estadística en la presentación de obligaciones para su pago a fin de mantener bajas las necesidades de liquidez. Es así que el intermediario puede emitir obligaciones indirectas de alta liquidez mientras que compra obligaciones primarias muy poco líquidas. La superior liquidez de esta deuda indirecta, su menor nivel de riesgo y su disponibilidad en convenientes unidades de pequeña grande denominación, producen un beneficio para los prestamistas, que tiene un precio en el mercado, del cual se genera el margen para el intermediario<sup>3</sup>.

Al lograr la diferenciación y las economías de escala que justifican su función económica, los activos y pasivos del intermediario se vuel-

ven altamente especializados. Dado que el grado de especialización está limitado por la extensión del mercado, el número de tipos de intermediarios financieros y la variedad de activos que se ofrece a los ahorristas tienden a aumentar con el nivel de desarrollo. Más aún, la necesidad de especialización puede dar lugar a que los intermediarios tengan dificultades en servir a grandes masas de prestamistas y prestatarios potenciales en un país en desarrollo, produciéndose en este caso el fraccionamiento del mercado financiero, a no ser que se tomen medidas para la transferencia de ahorros entre instituciones.

En la práctica vemos con frecuencia que las disposiciones que regulan las actividades de los intermediarios impiden el flujo de recursos entre instituciones, agudizando así la indicada fragmentación del mercado. En tales condiciones las tasas para los diversos segmentos del mercado tienden a divergir ampliamente, y en consecuencia se niega financiación a inversiones de ciertos sectores de superior productividad social marginal. En un caso extremo, cuando a cierto sector se le niega el servicio de intermediación en el mercado formal, la diferencia entre las tasas puede ser considerable, con el consiguiente aumento en los costos y riesgos.

La financiación necesariamente será directa en un área o sector donde existan condiciones de tal naturaleza que no permitan a un posible intermediario, generar un margen de viabilidad económica. Esta también será directa cuando se entorpezca la participación de intermediarios financieros debido a la presencia de controles legales, tales como, disposiciones que establezcan tasas de intereses reales activas y pasivas bajas o negativas. En general, se presentará la financiación informal donde quiera que los costos o barreras legales no permitan el ingreso de intermediarios financieros.

Con la finalidad de ilustrar los conceptos generales antes presentados, pasamos a examinar un modelo sencillo de intermediación financiera, el que consta de un solo periodo. Esto es, supondremos que (a) todos los préstamos se otorgan por un solo periodo, (b) todas los de una determinada clase son por el mismo monto, y (c) el prestamista opera en un mercado competitivo, que es neutral al riesgo y maximiza sus beneficios. Para introducir el factor riesgo, especificamos que un préstamo, o será totalmente cancelado (incluyendo su interés), o quedará completamente impago. Por lo tanto, para un monto de préstamo estándar  $L_i$  a un prestatario de la clase  $i$ , a la tasa del mercado  $r_i$ , el prestamista confronta dos posibles resultados, o recibe  $(1 + r_i) L_i$  con la probabilidad  $p_i$ , o cero con la probabilidad  $(1 - p_i)$ . El pago espe-

rado está representado por  $p_i (1 + r_i) L_i$ . Los costos de transacción también varían, con la clase de préstamo.

Supongamos que se incurre un costo de transacción estándar para un prestatario de la clase  $i$ , el que denotamos por  $c_i$ , y, que el intermediario paga una tasa de depósito  $d$  sobre todas sus obligaciones indirectas emitidas pudiendo esta ser igual a cero. Desde que un competidor considera que el mercado de sus obligaciones indirectas es perfectamente elástico, el costo de un préstamo adicional de la clase  $i$  es de  $(1 + d + c_i) L_i$ . Igualando los ingresos marginales esperados al costo marginal y despejando  $r_i$  para obtener el precio de oferta del prestamista para un préstamo de la clase  $i$ , tenemos:

$$(1) \quad r_i = \left[ \frac{1 + d + c_i}{p_i} \right] - 1 \quad i = 1, \dots, n$$

Es así que el precio de oferta para préstamos de la clase  $i$  varía directamente con los costos de transacción y la tasa de depósito e inversamente con la probabilidad de cancelación. Si  $c_i$  es mucho mayor para un intermediario que para el prestamista informal, por ejemplo, un comerciante involucrado en una transacción financiera paralela a la venta de productos, entonces, el costo del crédito del intermediario será más alto y prevalecerá el financiamiento informal. Similarmente, predominará la financiación informal si la probabilidad de cancelación que percibe el intermediario es mucho más baja. Nótese que aún si los costos de transacción fueran los mismos para todas las clases de préstamos (o si se manejaran en forma separada), la variable probabilidad de cancelación generaría una estructura de riesgos para los precios de oferta. Por ejemplo, suponiendo que las clases de préstamo se ordenaran en una secuencia de riesgo creciente, en la que los de la clase 1 representarían préstamos cuya completa cancelación es segura, y que los costos de transacción son constantes, tenemos:

$$(2) \quad r_i = \frac{r_1}{p_i} \quad i = 2, \dots, n \quad \text{y} \quad r_1 < r_2 < \dots < r_n$$

Si el gobierno establece una tasa máxima de interés  $\bar{r}$ , entonces en la medida que los intermediarios se encuentren fiscalizados de manera que no puedan evadir el propósito de las disposiciones pertinentes mediante diversos cargos especiales, requerimientos de saldos mínimos, pagos disfrazados, etc., éstos no proporcionarán financiación a pres-

tatarios en clases de préstamos cuyo precio de oferta es mayor que el máximo legal.

Para ampliar nuestro análisis, supongamos ahora que los prestarios evitan estrictamente los riesgos, es decir, tienen una utilidad o función ponderada de los beneficios,  $U(R)$ , que asigna una importancia decreciente a los incrementos sucesivos de los beneficios y, por lo tanto, es estrictamente cóncava, y que actúan de manera tal como para maximizar la utilidad esperada. Además, desde que el préstamo puede ser parcialmente incobrable, la tasa realizada sobre el préstamo  $i$ ,  $\hat{r}_i$ , ahora se considera como una variable continua al azar, limitada por abajo por  $-1$  y por encima por la tasa nominal  $\hat{r}_i$ . Eliminando también el supuesto de un tamaño fijo de los préstamos y permitiendo que el costo del préstamo  $i$  sea una función creciente del tamaño del préstamo,

$$(3) \quad C_i = C_i(L_i), \quad C_i'(L_i) > 0, \quad i = 1, \dots, n$$

Especificamos además que la cantidad de fondos disponibles para el otorgamiento de préstamos se fija exógenamente al valor  $\bar{L}$  como resultado de los dispositivos y controles gubernamentales. Así, el retorno total del prestamista está representado por:

$$(4) \quad R = \sum_{i=1}^n [1 + \hat{r}_i] L_i - C_i(L_i)$$

donde  $\sum_{i=1}^n L_i = \bar{L}$  si adoptamos la convención de que  $L_n$  es un préstamo residual cuya cancelación es segura, el que puede tener un retorno de cero (es decir, representar fondos disponibles o no prestados).

Por lo tanto, el problema del prestamista puede formularse como sigue:

$$(5) \quad \text{Max}_{(L_1, L_2, \dots, L_{n-1})} E_F U(R)$$

$$\text{sujeto a } \sum_{i=1}^n L_i = \bar{L}, \quad L_i \geq 0 \quad i = 1, \dots, n$$

siendo  $\bar{L}$  dada y la expectativa de la operación depende de la distribución de probabilidad subjetiva del prestamista sobre las tasas de préstamo obtenidas  $F(\hat{r}_1, \dots, \hat{r}_{n-1})$ . Para los fines del presente análisis, es su-

ficiente formular las condiciones de optimalidad halladas, cuya derivación matemática se muestra en el anexo al presente capítulo,

$$(6) \quad E_G(\hat{r}_i) = r_n + \Delta C_i' \quad i = 1, \dots, n - 1$$

donde  $\Delta C_i' = C_i'(L_i) - C_n'(L_n)$  es la diferencia en el costo marginal entre el préstamo  $i$  y el préstamo cuya cancelación es segura, y  $E_G$  denota la expectativa de operación con respecto a la distribución  $G(\hat{r}_1, \dots, \hat{r}_{n-1})$ , que puede considerarse como la probabilidad de retorno corregida para el riesgo, desde que  $G$  es simplemente la distribución  $F$  con todas las probabilidades ponderadas en base a la utilización marginal del retorno correspondiente. Para una persona que evita los riesgos este valor esperado siempre será menor que el valor no corregido, y la diferencia,  $E_F(r_i) - E_G(\hat{r}_i)$ , podrá considerarse como una prima de riesgo por encima del retorno actuarialmente justo que requiere el prestamista que evita riesgos.

Es decir, para lograr el óptimo se requiere que el prestamista asigne los préstamos de manera tal que el retorno esperado corregido para los riesgos sea igual al retorno seguro más la diferencia en costos marginales, donde el retorno corregido para el riesgo incluye una prima de riesgo positiva, cuya magnitud depende del grado en que el prestamista evite los riesgos. En general, esperamos que los intermediarios financieros otorgarán préstamos cuyos montos individuales serán pequeños con relación al total de sus fondos disponibles y, por lo tanto, no asignarán un peso muy distinto a las probabilidades, a no ser que se encuentren fuertemente correlacionados varios de los retornos sobre los préstamos. Es decir, normalmente los intermediarios se comportarán como si fuesen aproximadamente neutros al riesgo. Sin embargo, un pequeño prestamista informal quizás no pueda diversificar tan efectivamente sus riesgos y, en consecuencia, podrá exigir una prima de riesgo sustancial. Tanto los intermediarios como los prestamistas informales al enfrentar un caso de información limitada en lo que respecta al riesgo de incobrabilidad, posiblemente tengan distribuciones subjetivas que asignen una densidad de probabilidad significativa a una incobrabilidad más o menos total (es decir, una distribución uniforme —1a r). Tales probabilidades subjetivas resultan en menores retornos esperados.

Al examinar la estructura de un mercado informal en un contexto donde esta clase de financiación posee una ventaja comparativa, o donde se evita el ingreso de los intermediarios formales mediante controles de índole legal, el número de prestamistas y prestatarios y la cantidad

de información disponible sobre ambos serán determinantes cruciales. Desde que los mercados informales por lo común emplean diversas prácticas a fin de burlar algunos dispositivos gubernamentales (tales como los Decretos Leyes 10906 y 11078 que especifican los delitos considerados como agio y usura) puede ser difícil obtener información completa. Sin embargo, suponiendo una total disponibilidad de información con respecto a las prácticas y precios del otorgamiento y obtención de préstamos por ambas partes, tendremos un mercado informal competitivo (es decir, muchos prestatarios y prestamistas), el que poseerá una tasa de equilibrio única para cada clase de prestatario, si todos los prestamistas tienen una igual distribución de probabilidad subjetiva y función de utilidad<sup>4</sup>. En tales condiciones, todos los prestamistas evaluarán a los posibles prestatarios exactamente de la misma manera. Se instalará un mercado de remate puro con un precio único para cada clase de prestatario, el que prevalecerá en todo el mercado. Sin embargo, si permitimos que las distribuciones subjetivas de probabilidad y/o las funciones de utilidad varíen en forma arbitraria, entonces existe la posibilidad de que ningún prestamista evalúe a cualquier prestatario exactamente de la misma manera. No hay motivo alguno para esperar que bajo tales circunstancias se establezca para cualquiera de las clases de prestatarios un precio de equilibrio único. En realidad, todos los préstamos serían materia de una negociación bilateral en la que los posibles prestatarios buscarían activamente al prestamista cuya evaluación mejora más sus posibilidades de negociación.

En la práctica, las distribuciones de probabilidad subjetiva y las funciones de utilidad no varían en forma arbitraria. Por el contrario, se observa que las firmas dentro de cualquier campo de actividad, tienden a clasificar el riesgo de las cuentas de crédito de una manera similar, pudiendo inferir de este hecho que existe una tendencia hacia una distribución de probabilidad subjetiva común<sup>5</sup>. La evidencia es menos clara con respecto a las funciones de utilidad de la riqueza (o beneficio), aunque probablemente la tendencia dominante sea el grado o la medida en que se evite el riesgo. Sin embargo, donde las transacciones individuales son pequeñas en relación con el total de fondos disponibles para préstamos, esperaríamos que los prestamistas informales tengan preferencias aproximadamente neutras respecto al riesgo. En resumen, bajo condiciones más o menos competitivas debería de presentarse una tendencia hacia un precio único para cada una de las clases de prestatarios por productos, observándose probablemente algunas excepciones.

Cuando pasamos a considerar un mercado informal bajo competencia imperfecta desaparece la neutralidad del crédito. Este se convierte

en otro instrumento más, sujeto a manipulaciones por parte de la empresa, de manera que en el proceso de optimización de las ganancias es tratado al igual y conjuntamente con el precio, la publicidad y la diferenciación del producto (en comparación con la situación bajo condiciones de competencia, donde las operaciones de crédito no tienen efecto alguno sobre el precio, el nivel de costos de producción y/o venta de bienes). El acceso al crédito de bajo costo en cantidades significativas en el sector formal financiero permite que algunas firmas se desarrollen rápidamente en mercados de productos donde la transacción crediticia paralela es fundamental a la factibilidad de la mayoría de las ventas. Así, la carencia de acceso al crédito del mercado formal puede servir de barrera para el ingreso a la fabricación o comercialización de muchas categorías de productos. La existencia de tales barreras fomentará la imposición de una estructura oligopólica en el mercado.

Si el acceso del consumidor al sector financiero formal es muy limitado, podrá tener éxito en el informal una estructura de precios basada en altas ganancias en las transacciones de créditos paralelos, donde se obtendrán beneficios monopólicos. Compensaciones análogas podrían existir entre la publicidad y el crédito. De manera similar, la firma optimizará con respecto a las posibles alteraciones en todas las variables que tenga a su disposición<sup>6</sup>. Más aún, si los controles legales existentes o posibles inhiben la fluctuación en la variable precio, se hará particularmente fuerte la tendencia a recurrir a las restantes. Aún donde no existen controles de precio reales o potenciales, los competidores oligopólicos típicamente se resisten a recurrir a la competencia de precios, debido a la posibilidad de una inmediata represalia por parte de los restantes, prefiriendo manipular otros instrumentos. Es así, que bajo condiciones de competencia imperfecta la tendencia hacia un costo común de crédito para cada producto-prestatario, podrá ser mayor o menor que bajo condiciones de competencia, dependiendo de la naturaleza del equilibrio que surja entre los oligopolistas. Excepto para el caso de un cartel, donde los oligopolistas actúan en forma conjunta, sembrando la presencia de un monopolio, la teoría económica ofrece muy poco a manera del resultado definitivo respecto a la competencia oligopólica.

## ANEXO

La condición de optimización para el prestamista expresada en la ecuación (5) puede también representarse por:

$$(A1) \quad \text{Max}_{(L_1, \dots, L_{n-1})} \quad EU(R) = \text{Max}_{(L_1, \dots, L_{n-1})} \int_A U(R) dF(r_1, \dots, r_{n-1})$$

$$\text{sueto a } L_i \geq 0, i = 1, \dots, n - 1$$

donde  $F(\hat{r}_1, \dots, \hat{r}_{n-1})$  es la función de distribución de las tasas de retorno al azar  $\hat{r}_1, \dots, \hat{r}_{n-1}$  de los préstamos  $L_1, \dots, L_{n-1}$ , A es el conjunto n-1 de puntos dimensionales sobre los que se define F y, R es definida por la siguiente relación:

$$(A2) \quad R = \sum_{i=1}^{n-1} \left[ (1 + r_i) L_i - C_i(L_i) \right] + (1 + r_n) \left[ \bar{L} - \sum_{i=1}^{n-1} L_i \right] - C_n \left( \bar{L} - \sum_{i=1}^{n-1} L_i \right)$$

Dadas las limitaciones no negativas sobre las variables control  $L_1, \dots, L_{n-1}$ , la optimización es obviamente una especialización del problema Kuhn-Tucker. Sin embargo, el caso es interesante por cuanto es un máximo interior, y por lo tanto, escribiéndose las condiciones necesarias de Kuhn-Tucker como igualdades, pero teniendo en cuenta al mismo tiempo que éstas son desigualdades de soluciones límites:

$$(A3) \quad E \left[ U'(R) \left[ (1 + r_i) - (1 + r_n) - C_i'(L_i) + C_n'(L_n) \right] \right] = 0$$

$$i = 1, \dots, n - 1$$

que podemos reescribir como:

$$(A4) \quad E \left[ U'(R) r_i \right] = E \left[ U'(R) \right] \left[ r_n + C_i'(L_i) - C_n'(L_n) \right]$$

$$i = 1, \dots, n - 1$$

es evidente que la concavidad de  $U$  asegura la suficiencia de las condiciones necesarias.

Si definimos la siguiente función:

$$(A5) \quad dG(r_1, \dots, r_{n-1}) = \frac{U'(R) dF(r_1, \dots, r_{n-1})}{\int_A U'(R) dF(r_1, \dots, r_{n-1})}$$

entonces la función  $G(r_1, \dots, r_{n-1})$  tendrá todas las propiedades de una distribución de probabilidades, pudiendo en consecuencia ser considerada como una distribución de probabilidades de los ingresos corregida para el riesgo, desde que  $G$  es simplemente la distribución  $F$  con todas las probabilidades ponderadas por la utilidad marginal del ingreso correspondiente. Si por lo tanto, procedemos a dividir ambos lados de la ecuación que define la condición de optimización (A4) por el factor:

$$\frac{1}{\int_A U'(R) dF(r_1, \dots, r_{n-1})} \text{ obtenemos}$$

$$(A6) \quad \int_A r_i dG(r_1, \dots, r_{n-1}) =$$

$$\left[ r_n + C_i'(L_i) - C_n'(L_n) \right] \int_A dG(r_1, \dots, r_{n-1})$$

$$i = 1, \dots, n-1$$

que también puede ser expresado como:

$$(A7) \quad E_G(r_i) = r_n + \left[ C_i'(L_i) - C_n'(L_n) \right] \quad i = 1, \dots, n-1$$

donde  $E_G$  representa la operación esperada con respecto a la distribución  $G(r_1, \dots, r_{n-1})$ .

# Handwritten title at the top of the page.

Handwritten text, possibly a preface or introduction, starting with a date or reference.

Second paragraph of handwritten text, continuing the narrative or argument.

Third paragraph of handwritten text, including a large, stylized initial or symbol.

Fourth paragraph of handwritten text, appearing to be a detailed description or list.

Fifth paragraph of handwritten text, possibly a conclusion or summary.

Sixth paragraph of handwritten text, the final visible line of the page.

## Capítulo III

### EL MERCADO FORMAL FINANCIERO

El presente capítulo se dedica a la descripción de las principales características del mercado formal. Pone énfasis en los aspectos operativos de captación y asignación de recursos y en las condiciones bajo las cuales se realizan las transacciones. Se identifica el alto grado de segmentación hallado, tema cuyo estudio se profundiza en el capítulo V, ya que para obtener evidencia de represión financiera es menester analizar conjuntamente las condiciones bajo las cuales ambos mercados financieros operan, sus interrelaciones y demás características. Es decir, se trata de hallar imperfecciones en el mercado financiero, motivadas por ciertas medidas de política, capaces de distorsionar las relaciones costo-precio y causar la segmentación del mercado.

*Rigidez del Sistema.* Suponiendo que las empresas participantes en el mercado financiero formal maximicen sus beneficios, tenderán a graduar el volumen de sus colocaciones 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 supuesto, el mercado debe poseer necesariamente una flexibilidad tal que permita el libre flujo de fondos o recursos entre los distintos intermediarios del sector, de manera que puedan ser asignados a los proyectos de mayor rendimiento marginal, lo que permitirá a la sociedad alcanzar un nivel más elevado de producción con igual inversión de recursos. Vale 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.

Cuadro 1

## Distribución Absoluta y Relativa de las obligaciones de Ahorro, a Plazo y por Emisión de Valores 1

INSTITUCIONES	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN CAPTADO 2				DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN CAPTADO			
	1960 1960	Entre 1961 y 1965	Entre 1966 y 1970	Entre 1971 y 1973	1960 1960	Entre 1961 y 1965	Entre 1966 y 1970	Entre 1971 y 1973
	(Millones de Soles)				(Por ciento)			
Corporación Financiera de Desarrollo 3				803				2.1
Banco de la Nación	253 4	1,549	5,127	11,168	6.9	11.9	21.8	29.2
Banca Comercial	2,484	8,952	3,882	10,313	67.8	68.5	16.5	27.0
—Con oficina principal en Lima	2,404	8,237	3,513	9,517	65.6	63.0	14.9	24.9
—Regionales	—	563	403	665	—	4.3	1.7	1.7
—Sucursales Extranjeras	80	152	(34)	131	2.2	1.2	(0.1)	.3
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda 5	660	1,815	10,730	11,664	18.0	13.9	45.6	30.5
—Banco C. Hipotecario del Perú	446	664	5,530	7,576	12.2	5.1	23.5	19.8
—Cajas de Ahorro y Préstamo para Viviendas	—	807	3,833	2,843	—	6.2	16.3	7.4
—Otros Bancos de Ahorros	—	83	888	(498)	—	0.6	3.8	(1.3)
—Caja de Ahorros	214	261	479	1,743	5.8	2.0	2.0	4.6
Cooperativas de Ahorro y Crédito 6	21	449	3,058	4,163	0.6	3.4	13.0	10.9
Financieras	245	306	724	106	6.7	2.3	3.1	.3
<b>TOTAL</b>	<b>3,663</b>	<b>13,071</b>	<b>23,521</b>	<b>38,217</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

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. Saldos brutos al 31 de Diciembre. Es decir, no se han deducido las obligaciones entre instituciones.
3. Incluye solamente los recursos obtenidos del sector privado mediante las Acciones Tipo "C" y los Bonos de Reinversión D.L. 19311, suma que representa el 29 por ciento del total de S/. 2.750 millones captado en moneda nacional. De los restantes S/. 1,947 millones, S/. 1,414 millones han sido aportados directamente por el Estado (Acciones Tipo "A") y S/. 533 millones de las Acciones Tipo "D" provenientes de los Bonos de Reforma Agraria.
4. Estimado. A esta fecha aún funcionaba como Caja de Depósitos y Consignaciones.
5. Se excluye al Banco de la Vivienda del Perú, por cuanto esta institución en el año 1965 sólo 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 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 distorsionaría las cifras.
6. Incluye aportaciones. El Total al 31-12-73 utilizando en los cómputos ha sido estimado a base de la información contenida en el "Estudio del Sistema de Cooperativas de Ahorro y Crédito", elaborado por la Comisión del Ministerio de Economía y Finanzas — Sinamos para la Estructura del Marco Legal del Cooperativismo de Ahorro y Crédito.

Las cifras hasta 1970, inclusive, han sido tomadas de Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V., José G. Castañeta C. de A., "El Mercado Formal ..." 21). La estadística posterior a esta fecha ha sido obtenida de las memorias anuales de las distintas instituciones y de la Superintendencia de Banca y Seguro (14).

El cuadro Nº 1 muestra la emisión de obligaciones de ahorro, a plazo, bonos, cédulas, etc., según sea el caso, para el año 1960 y los periodos comprendidos entre los años 1961-65, 1966-70, y 1971-73, la distribución absoluta y relativa del total de recursos captados por los intermediarios que participan del mercado formal financiero. Los mayores rendimientos obtenidos por los ahorristas que utilizan las obligaciones emitidas por los intermediarios dedicados a la financiación del sector vivienda, cuyo detalle se presenta en la siguiente sección, han inducido una sustitución en la captación de recursos a favor de éstos, quienes al 31 de diciembre de 1960 poseían el 18 por ciento del total (soles oro 660 millones), cifra que disminuyó para el periodo 1961-65 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 1966-70. Si bien la participación relativa disminuye a 30.5 por ciento para el periodo 1971-73, debe señalarse que durante este lapso el Banco de la Nación ha depositado a plazo fuertes sumas en la banca comercial, por motivos que se exponen más adelante, siendo su saldo al finalizar el año 1973 de soles oro 6,340 millones. Es decir, en verdad el incremento en la captación mediante depósitos de ahorro y a plazo por parte de los bancos comerciales durante el periodo 1971-73 sólo asciende a soles oro 3,177 millones, lo que significa que la participación relativa de los intermediarios dedicados a la financiación del sector vivienda en realidad es de 36.6 por ciento, mientras, que la de los bancos comerciales es de 10.0 por ciento.

Es también notorio el incremento de participación obtenido por la antigua Caja de Depósitos y Consignaciones, institución que 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 que se le ha otorgado, es explicable el porqué de su aumento, que pasa de 7 por ciento en diciembre de 1960 a obtener el 12, 22 y 29 por ciento del total de los fondos captados en los periodos comprendidos entre 1961-65, 1966-70 y 1971-73, respectivamente.

Es también interesante destacar el progreso realizado por las Cooperativas de Ahorro y Crédito, las cuales prácticamente no existían en 1960, pero que obtuvieron el 13.0 y 10.9 por ciento del total captado en el periodo comprendido entre los años 1966-70 y 1971-73. Los socios de estas instituciones son personas de recursos modestos, quienes debido al racionamiento del crédito existente (haciendo comúnmente que éste se halle disponible sólo para un cierto grupo de personas o ins-

tuciones, tema que se tratará más adelante), a la rigidez del 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 mercado informal, especialmente en la adquisición de bienes de consumo, se han visto obligados a establecer estas instituciones.

El cuadro Nº 2, muestra la distribución de las colocaciones, excepto aquellas otorgadas por los Bancos de Fomento Estatales, tanto de volúmenes absolutos como relativos, para los mismos lapsos considerados en el anterior, utilizando igualmente 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 8.1 por ciento en 1960, al 27.5 por ciento del total prestado en el periodo 1966-70, para luego disminuir ligeramente a 24.0 por ciento en 1971-73. De la misma manera, entre 1960 y 1970, las participaciones del Banco de la Nación y Cooperativas de Ahorro y Crédito han aumentado en forma significativa, pasando de 2.5 y 0.3 por ciento a 28.1 y 11.5 por ciento, respectivamente. Paralelamente, en este mismo periodo la participación de los Bancos Comerciales se ha visto fuertemente disminuida, pasando de 81 por ciento en 1960 a 31 por ciento en 1966-70. De otro lado, las significativas sumas depositadas a plazo por el Banco de la Nación en la banca comercial, que se indicaran al analizar la distribución de las obligaciones, han originado una mayor participación en las colocaciones en el período 1971-73 de esta última, elevándose al 45.7 por ciento, mientras que la del Banco de la Nación disminuye a 22.7 por ciento, invirtiéndose así las tendencias observadas en la década anterior. Este punto será explicado y analizado ampliamente más adelante en este mismo capítulo.

Para evitar que la presentación sea incompleta, se incorpora al análisis el crédito selectivo concedido directamente por las autoridades monetarias a través de los Bancos de Fomento Estatal y la Corporación Financiera de Desarrollo a los sectores productivos, información que se incluye en el cuadro Nº 3. 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 ciertos programas específicos, lo que significaría un doble conteo, ya que estas cantidades aparecen entre las colocaciones de estas instituciones.

Al observar la estadística presentada en el cuadro Nº 3 se puede apreciar que, el crédito total otorgado hasta 1960 al sector vivienda

Cuadro 2

Distribución Absoluta y Relativa de las Colocaciones excluyendo los Bancos de Fomento Estatal y la Corporación Financiera de Desarrollo

INSTITUCIONES	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN COLOCADO <sup>1</sup>				DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN COLOCADO			
	1960 1960	Entre 1961 y 1965 (Millones de Soles)	Entre 1966 y 1970	Entre 1971 y 1973	1960 1960	Entre 1961 y 1965 (Por ciento)	Entre 1966 y 1970	Entre 1971 y 1973
Banco de la Nación	208 <sup>2</sup>	4,205	7,031	8,575	2.5	29.8	28.1	22.7
Banca Comercial	6,630	7,433	7,802	17,308	80.8	52.4	31.2	45.7
—Con oficina principal en Lima	6,367	6,477	6,666	16,078	77.6	45.7	26.6	42.5
—Regionales	13	683	744	955	0.2	4.8	3.0	2.5
—Sucursales Extranjeras	250	273	392	275	3.0	1.9	1.5	.7
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda <sup>3</sup>	662	1,543	6,899	9,079	8.1	10.9	27.5	24.0
—Banco Central Hipotecario	495	466	2,338	4,022	6.0	3.3	9.3	10.6
—Cajas de Ahorro y Préstamos para Vivienda	—	816	3,216	3,235	—	5.8	12.8	8.5
—Otros Bancos de Fomento	—	69	931	397	—	0.5	3.7	1.0
—Caja de Ahorros	167	192	414	1,425	2.1	1.3	1.7	3.8
Cooperativas de Ahorro y Crédito	26	572	2,887	2,915 <sup>4</sup>	0.3	4.0	11.5	7.7
Financieras	683	420	432	(32)	8.3	3.0	1.7	(0.1)
	8,209	14,173	25,051	37,845	100.0	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 Ahorros y Crédito para Vivienda), las cuales a su vez colocan esos fondos, lo que traería como resultado que estos montos se consideren en forma doble.

4. El total al 31-12-73 utilizado en los cómputos ha sido estimado en base a la información contenida en el "Estudio del Sistema de Cooperativas de Ahorro y Crédito", elaborado por la Comisión del Ministerio de Economía y Finanzas — Sinamos, para la Estructura del Marco Legal del Cooperativismo de Ahorro y Crédito.

Las cifras hasta 1970, inclusive han sido tomadas de Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V., José G. Gastañeta C. de A., "El Mercado Formal ..." (21). La estadística posterior a esta fecha ha sido obtenida de las memorias anuales de las distintas instituciones y de la Superintendencia de Banca y Seguros (14).

**Cuadro 3**  
**Distribución absoluta y relativa de las colocaciones**

INSTITUCIONES O GRUPO DE LAS MISMAS	DISTRIBUCION ABSOLUTA DEL VOLUMEN COLOCADO <sup>1</sup>				DISTRIBUCION RELATIVA DEL VOLUMEN COLOCADO			
	1960	Entre 1961	Entre 1966	Entre 1971	1960	Entre 1961	Entre 1966	Entre 1971
	1960	y 1965	y 1970	y 1973	1960	y 1965	y 1970	y 1973
	(Millones de Soles)				(Por ciento)			
Corporación Financiera de Desarrollo				<b>3,173</b> <sup>2</sup>				6.0
Banco Industrial del Perú	514	1,523	1,565	7,505	4.9	8.9	5.0	14.2
Banco de Fomento Agropecuario	1,584	1,179	4,430	3,528	15.2	6.9	14.0	6.7
Banco Minero del Perú	118	157	538	636	1.1	0.9	1.7	1.2
<b>SUB-TOTAL :</b>	<b>2,216</b>	<b>2,859</b>	<b>6,533</b>	<b>14,842</b>	<b>21.2</b>	<b>16.7</b>	<b>20.7</b>	<b>28.2</b>
Banco de la Nación	208	4,205	7,031	8,575	2.0	24.7	22.3	16.3
Bancos Comerciales	6,630	7,433	7,802	17,308	63.6	43.6	24.7	32.9
Instituciones de Apoyo al Sector Vivienda	662	1,543	6,899	9,079	6.4	9.1	21.8	17.2
Cooperativas de Ahorro y Crédito	26	572	2,887	2,915	0.2	3.4	9.1	5.5
Financieras	683	420	432	(32)	6.6	2.5	1.4	(0.1)
<b>TOTAL :</b>	<b>10,425</b>	<b>17,032</b>	<b>31,584</b>	<b>52,687</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

1. Cifras al 31 de Diciembre.

2. Incluye S/. 902 millones de inversiones en acciones de otras empresas.

Las cifras hasta 1970, inclusive, han sido tomadas de Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V., José G. Gastañetta C. de A.. "El Mercado Formal ..." (21). La estadística posterior a esta fecha ha sido obtenida de las memorias anuales de las distintas instituciones y de la Superintendencia de Banca y Seguros (14).

era aproximadamente el 30 por ciento del otorgado por los Bancos Estatales de Fomento. Sin embargo, en el período 1961-65 éste superaba el 50 por ciento y, durante el lapso 1966-70, el concedido al sector vivienda es mayor. Paralelamente, debe resaltarse el estancamiento mostrado por el volumen nominal del incremento de las colocaciones del Banco Industrial del Perú durante la década del 60.

En el período 1971-73 obsérvese un cambio radical en las tendencias. El sector industrial, bien sea a través de la institución encargada de su fomento o de la Corporación Financiera de Desarrollo, creada en marzo de 1971, se ha visto favorecido en forma directa con más del 20 por ciento del total del incremento de las colocaciones. Paralelamente, el sector agropecuario ha visto mermada su participación, alcanzando ésta sólo 6.7 por ciento. Es decir, claramente se aprecia un cambio fundamental en cuanto a la política de fomento de los indicados sectores, ya que la participación de la minería y vivienda prácticamente mantienen sus anteriores niveles.

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 sido colocados, especialmente durante el período comprendido por la segunda mitad de la década del 60<sup>7</sup>. Al mismo tiempo, la rigidez del sistema ha permitido que dicho exceso sea transferido sólo parcialmente a otros intermediarios. Es decir, la falta de flexibilidad alienta una sobre inversión en algunos sectores de la economía 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. 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 son mayores.

Es preciso destacar la dación durante el año 1971 de medidas de política monetaria, destinadas principalmente a transferir gran parte del exceso de los recursos captados por algunas instituciones de apoyo al sector vivienda hacia el Gobierno, al obligarlas a adquirir Títulos de la Deuda Pública. Así tenemos que a partir de este año, el Banco Central Hipotecario del Perú debe adquirir el equivalente al 50 por ciento del valor de las cédulas emitidas y, el Banco de la Vivienda del Perú y la Caja de Ahorros de la Beneficencia Pública el 40 por ciento de los Bonos de Fomento Hipotecario y Cédulas emitidas, respectivamente. A manera de comparación se debe señalar que el encaje básico exigido

para los depósitos en general es de 20 por ciento. Como consecuencia de esta medida, se tiene que las indicadas instituciones habían adquirido Títulos de la Deuda Pública para el año 1969 por el valor de soles oro 30 millones, cifra que aumentó a soles oro 3,670 y 4,508 millones, para 1971 y 1973, respectivamente<sup>8</sup>.

De igual manera se ha dispuesto, mediante cambios en las regulaciones de encaje u otras, una mayor transferencia de fondos captados por otras instituciones al sector Gobierno. Tal es el caso de los Bancos Comerciales y sistema previsional que han adquirido fuertes cantidades de Títulos de la Deuda Pública, pasando de soles oro 374 y 261 a 5,024 y 1,444 millones, respectivamente, entre los años 1968 y 1970. El saldo de estos valores comprados por la banca comercial al finalizar 1973 fue de soles oro 10,560 millones. Paralelamente, se dictaron medidas que han conducido a una mayor captación de recursos por parte del Banco de la Nación, como se demostró al analizar la distribución absoluta y relativa de las obligaciones de ahorro, a plazo y por emisión de valores (cuadro N° 1), provenientes en gran parte, directa o indirectamente, de la banca comercial. Igual desplazamiento se observa en el caso de los depósitos a la vista. Así tenemos que el saldo de los depósitos a la vista de la banca comercial en el Banco de la Nación aumentó de soles oro 506 a 3,644 y luego a 8,801 millones, en los años 1969, 1970 y 1973. De otro lado, los saldos del sistema previsional y sector gobierno pasaron de soles oro 160 y 5,047 a 614 y 12,815 millones, respectivamente, para los años 1969 y 1970. El volumen alcanzado por el sector gobierno al finalizar 1973 fue de soles oro 30,348 millones.

Sin embargo, la adquisición por parte del Estado de algunos Bancos comerciales a través del Banco de la Nación, que conforman la denominada banca asociada<sup>9</sup>, ha establecido a partir de 1970 un flujo de fondos en sentido inverso. Es decir, en el afán de promover el desarrollo de la Banca asociada, el Banco de la Nación ha trasladado una considerable cantidad de recursos a éstos, pasando del total de depósitos a la vista y plazo de soles oro 108 a 12,334 millones, entre 1969 y 1973, como puede apreciarse en el cuadro N° 4. Debe indicarse además, que estos depósitos no se encuentran sujetos a encaje adicionales y su costo fluctúa entre el 1 y 1.5 por ciento anual, lo que los hace desempeñar un rol fundamental en cuanto al impulso otorgado a estas instituciones. Para cuantificar su importancia basta señalar que el aumento de soles oro 5,833 millones en los depósitos a plazo durante el período 1971-73, representa el 57 por ciento del total captado mediante obligaciones de ahorro y a plazo por la banca comercial con oficina principal en Lima (cuadro N° 1) y, el de soles oro 7,767 millones en depósitos

a la vista y a plazo representa el 48 por ciento del total colocado (cuadro Nº 2). Paralelamente a esta mayor disponibilidad de recursos por parte de una fracción de la banca comercial, se implantaron medidas de crédito selectivo, las que le obligan a asignar un cierto porcentaje de su cartera a cada sector de la economía.

En conclusión, las medidas de política monetaria dictadas durante los últimos tres años analizados, al igual que los anteriores, siguen siendo dirigidas a la canalización de recursos a ciertas instituciones y sectores, respondiendo a objetivos ajenos al de eficiencia expuesto, alentado sobre y subinversión en determinados sectores, permitiendo subsista un mercado financiero segmentado. Aún se observa una gran canalización de recursos hacia el sector vivienda, constituyendo la principal variante la mayor disponibilidad para el sector industrial en desmedro principalmente del agrícola<sup>10</sup>.

*Costo del crédito.* 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 tiene otro de los elementos de juicio imprescindibles para evaluar la asignación de recursos por el mercado financiero. El punto esencial 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), sea igual al costo del capital.

Ahora bien, si el mercado financiero se encuentra segmentado, de modo que existe un espectro de tasas para el costo del capital en la financiación de proyectos con riesgos y plazos similares, implicaría que las tasas de rendimiento esperado de los proyectos marginales financiados en los diversos sectores del mercado fluctuarían, de la misma forma que el espectro de tasas para el costo de capital. El hecho de que esta condición no corresponda a la 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, 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

Cuadro 4

**Distribución de los Depósitos del Banco de la Nación en la Banca Comercial**  
(Millones de Soles)

	Asociada	No asociada con oficina principal en Lima	Regional	Total
1969	108	2,448	10	2,566
— a la vista	108	306	10	424
— a plazo	—	2,142	—	2,142
1970	4,567	404	324	5,295
— a la vista	4,060	404	150	4,614
— a plazo	507	—	174	681
1971	5,606	438	85	6,129
— a la vista	5,493	438	85	6,016
— a plazo	113	—	—	113
1972	9,076	939	119	10,134
— a la vista	3,113	939	119	4,171
— a plazo	5,963	—	—	5,963
1973	12,334	1,676	94	14,104
— a la vista	5,994	1,276	94	7,364
— a plazo	6,340	400	—	6,740
Aumento en el período 1971-73	7,767	1,272	-230	8,809
— a la vista	1,934	872	-56	2,750
— a plazo	5,833	400	-174	6,059

Fuente: Balances Banco de la Nación.

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 al mercado financiero formal peruano.

El costo del crédito efectivo ofrecido por los diversos intermediarios financieros formales, para el prestatario, se presenta en el cuadro N° 6. 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<sup>11</sup>.

Es evidente que el costo de oportunidad del crédito varía en grandes proporciones entre los Intermediarios del mercado formal, fluctuando de un mínimo de 11.3 por ciento para los préstamos otorgados por la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), hasta un máximo de 34.0 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. Sin embargo, atendiendo a que el volumen de sus colocaciones es pequeño, no se les otorga mayor importancia. De otro lado, es imposible pasar por alto la diferencia hallada entre el 11.3 por ciento de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE) y el 18 ó 23 por ciento de los Bancos Comerciales<sup>12</sup>. 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.

Seguramente, en el Perú se debería obtener un rendimiento agregado mayor, si la estructura de las tasas, conjuntamente con la rigidez del sistema, no alentara una sobre inversión en ciertos sectores y una subinversión en otros. Por supuesto, puede sostenerse que los préstamos de los Bancos Estatales de Fomento o de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), están destinados a la financiación de proyectos de alta prioridad, y que por ende, debe realizarse a tasas más bajas. Sin embargo, este argumento es fácilmente criticable, ya que 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

Cuadro 5

Costo del Crédito para el Usuario en el Mercado Formal de Capitales Peruanos<sup>1</sup>

INSTITUCIONES	T A S A		Distribución Porcentual del Crédito otorgado <sup>3</sup>
	NOMINAL <sup>2</sup>	EFFECTIVA	
Banco de la Nación	12	13.7	17.5
Bancos Comerciales	14	18-23	37.7
Banco Central Hipotecario del Perú	12	14.5	6.1
Cajas de Ahorros y Préstamos para Vivienda (Mutuales)	13	13.7	7.9
Otros Bancos de Fomento	14	18-23	1.5
Caja de Ahorros	12	14.5	1.6
Cooperativas de Ahorro y Crédito	12	18.0 <sup>5</sup>	5.9
Financieras <sup>4</sup>	15	34.0	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

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

2. Incluye la comisión cobrada.

3. 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.

4. 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.

5. 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.

Tomado de: Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V. y Guillermo Gastañeta C. de A., "El Mercado Formal ... (21). Esta información ha sido completada con la experiencia personal del autor, quien posteriormente a la realización de este estudio se desempeñó como funcionario de crédito de una empresa bancaria.

**Cuadro 6**  
**Rédito de los Principales Instrumentos de Captación<sup>1</sup>**  
**(Por Ciento)**

INSTITUCIONES	INSTRUMENTO	T A S A NOMINAL <sup>2</sup>	EFFECTIVA <sup>3</sup>		Distribución Porcentual del total cap- tado <sup>5</sup>
			Sin incluir Exoneracio- nes Tribu- tarias	Incluyendo Exoneracio- nes Tribu- tarias <sup>4</sup>	
Banco de la Nación	Bonos del Tesoro <sup>8</sup>	10.0	10.4	14.7	19.2
Bancos Comerciales	Depósitos de Ahorro	5.0	5.1	7.2 <sup>6</sup>	32.4
	Depósitos a Plazo	7.0	7.2	— <sup>7</sup>	—
Banco Central Hipotecario del Perú	Cédulas	9.0	9.3	13.2	19.1
Cajas de Ahorro y Préstamos para Vivienda	Depósitos de Ahorro	6.0	6.2	8.8	12.6
	Depósitos a Plazo	10.0	10.4	14.7	—
Otros Bancos de Fomento	Bonos	10.0	10.4	14.7	2.0
Caja de Ahorros	Cédulas	9.0	9.3	13.2	3.0
Cooperativas de Ahorros y Crédito	Aportaciones	5.0	5.0	7.1	9.1
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

1. En los casos en que un determinado intermediario o clase de los mismos capte recursos a diversas tasas, se ha seleccionado aquella(s) por (la(s) cual(es) obtiene el mayor volumen de fondos.

2. Aquella básica que sirve para el cálculo de los intereses por pagar, sin distinguir si ésta se paga por adelantado o luego de vencido el docu

3. Aquella que se calcula como exoneración 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.
4. Las tasas han sido calculadas suponiendo una renta neta de soles oro 680 mil y una renta imponible de soles oro 500 mil. Renta Imponible = Renta Neta - 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 189 mil para cada contribuyente de los distintos niveles de renta neta. El beneficio que representa la exoneración se considera al margen de la renta imponible, por ejemplo: Renta Neta S/. 680,000 - Deducciones S/. 180,000 = Renta Imponible S/. 500,000; el interés ganado por el depósito se agregaría a los soles oro 100 mil, si estuviere 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 a base de 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 podrán exceder en ningún momento de soles oro 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 ahorros que la Ley N° 4916 del Seguro del Empleo 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 cuentas 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. Instrumentos emitidos por el Tesoro Público, para luego descontarlos en el Banco de la Nación, el que posteriormente se encargará de distribuir su colocación.

Tomado de: Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado, Alfredo Romero V., Guillermo Gastañeta C. de A. "El Mercado Formal" ... (21).

problemas de desarrollo es la creación de empleos productivos por la alta tasa de desempleo existente.

Una situación similar se halla al examinar las tasas de rendimiento de los pasivos de aquellos intermediarios financieros que forman parte del mercado financiero formal. La información obtenida acerca de las tasas que éstos reditúan se resume en el cuadro Nº 6. 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 del monto 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 (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 Nº 6 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, suponiendo una renta anual del ahorrista de soles oro 680 mil (es decir, bastante elevada), y una materia imponible de soles oro 500 mil<sup>13</sup>. 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 Hipotecario y por los depósitos a plazo de las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales).

Como resultado de este espectro de tasas, 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 ofre-

cen las tasas más elevadas. 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 mencionadas, las mismas que, 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 de las instituciones que financian al sector vivienda como instrumentos sustitutorios, por las acciones tipo "C" de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE). Aparentemente, los resultados no han sido los esperados. Se fundamenta esta conclusión no sólo en las cifras de captación presentadas en el cuadro Nº 1, sino además, en las recientes medidas dictadas por las que se reemplaza las mencionadas acciones por Bonos Tipo "C", para los que no solamente se mejora en forma ligera el rendimiento, vía exoneración tributaria, sino además se establece un programa de recompra, con el objeto de reducir al máximo la incertidumbre del valor de venta de estos documentos. Cabe señalar que en las transacciones de bolsa realizadas hasta la fecha, las Acciones Tipo "C" se han cotizado aproximadamente al 65 por ciento de su valor, hecho que reduce sustancialmente su rendimiento. Como se indicara en la sección anterior, los recursos captados por la referida Corporación deberán destinarse principalmente a los diversos tipos de inversiones en los sectores industriales, 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 destacar 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.

*Efecto de la Tasa Máxima en el Crédito.* La presencia por una parte de controles legales efectivos<sup>14</sup> que determinan la aplicación de una misma tasa real de interés baja o negativa, y plazo sobre operaciones activas de diferente grado de riesgo y, por otra de una estructura oligopolítica en el sistema bancario, producen un patrón de racionamiento del crédito que discrimina entre los distintos prestatarios potenciales. Estos factores introducen una tendencia al otorgamiento de un mayor volumen de crédito a los clientes que representan un menor riesgo en menoscabo de los de mayor riesgo.

Para ilustrar 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 ambas clases de prestatarios. Para el presente análisis se supone que los banqueros oligopolistas cooperan entre sí, de manera que tienden a la maximización de sus beneficios conjuntos, donde la tasa y montos óptimos de crédito para las dos clases de prestatarios se encuentran determinados por la conocida consideración de primer orden, que estipula que el ingreso y costo marginal deben ser iguales.

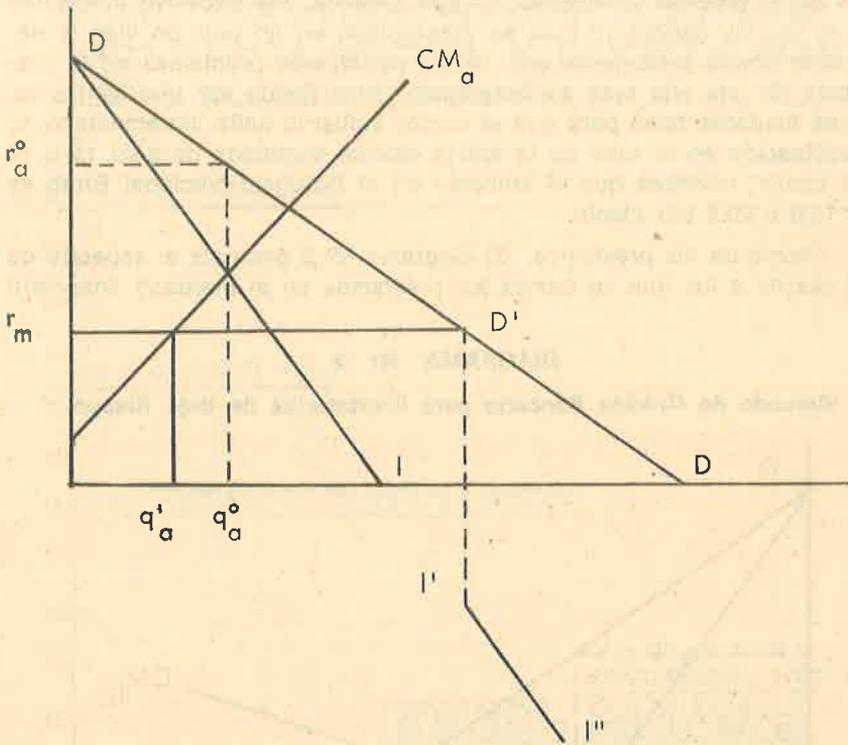
Los efectos de esta situación sobre los montos que los prestamistas están dispuestos a conceder a cada clase de prestatario se determinan gráficamente en los Diagramas 1 y 2, donde se trazan curvas idénticas de demanda (DD) e ingreso marginal (DI) para ambas clases de prestatarios<sup>15</sup>. De otro lado tenemos que las curvas de costo marginal ( $CM_a$  y  $CM_b$ ) se dibujan de manera que representen los efectos que sobre los gastos tiene el diferente grado de riesgo de cada uno de los grupos de prestatarios. En ausencia de dispositivos legales que reglamenten o fijen las tasas de interés e inelasticidad de la oferta (como consecuencia de la política monetaria), los banqueros colocarán la cantidad  $q_a^0$  a la tasa  $r_a^0$ , para los prestatarios de alto riesgo, y  $q_b^0$  a la tasa  $r_b^0$  para los prestatarios de bajo riesgo<sup>16</sup>.

Se procederá 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 1 y 2 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  $q'_a$  y  $q'_b$  a aquellos con un alto y bajo grado de riesgo, respectivamente. Así pues, el efecto de la imposición de un tipo de interés máximo, siendo su nivel real bajo o negativo, ha sido el de disminuir el volumen colocado a los prestatarios considerados de alto riesgo y aumentar aquel a los de bajo riesgo.

Las implicancias económicas de este patrón discriminatorio en la concesión de créditos son bastante obvias. Si se hace la razonable suposición de que los prestatarios de bajo riesgo tenderán a estar concentrados en las empresas de mayor envergadura y en las familias más adineradas, entonces, el patrón de colocaciones antes descrito propenderá a inducir una concentración en la estructura empresarial<sup>17</sup>. Esta conclusión previa se desprende del hecho que la restricción existente a la obtención del crédito de bajo costo, implicaría que esta ten-

## DIAGRAMA N° 1

### Mercado de Crédito Bancario para Prestatarios de Alto Riesgo



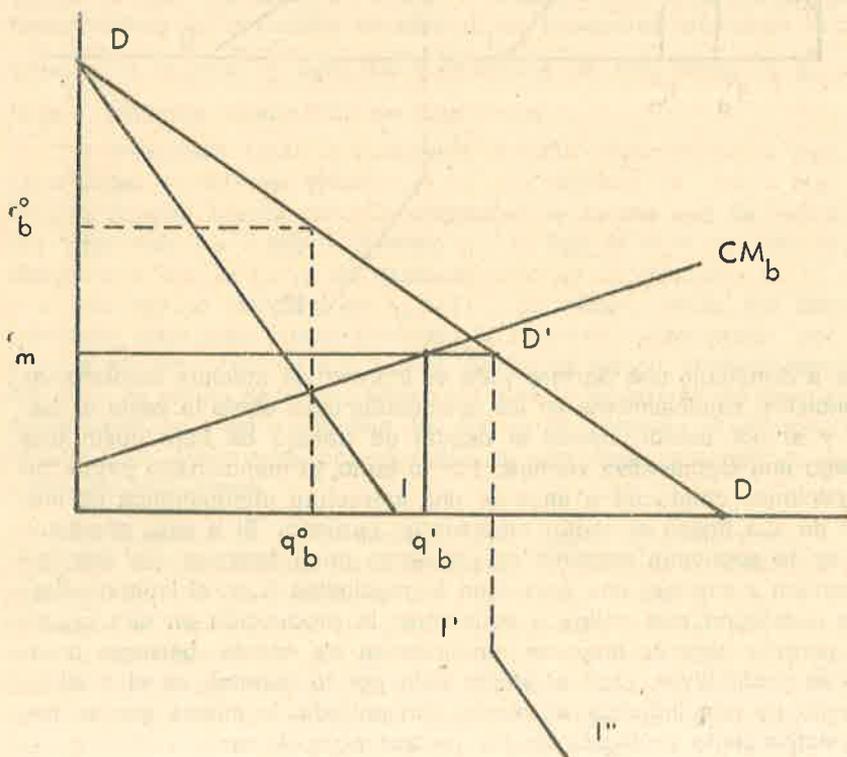
dería a constituir una barrera para el ingreso de muchos empresarios potenciales, especialmente en las actividades tales como la venta al crédito y al por menor, donde el capital de trabajo de bajo costo trae consigo una significativa ventaja. Por lo tanto, el mencionado patrón de colocaciones conducirá a imponer una estructura oligopolística en muchas de sus 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 concentrar la producción en una región que permita obtener mayores rendimientos de escala, barreras arancelarias prohibitivas, etc.) el efecto neto por lo general, es el establecimiento de una industria altamente concentrada, la misma que se halla efectivamente protegida de las fuerzas competitivas.

La aplicación de una política de tasa máxima de interés, a un nivel real bajo o negativo, también implica un subsidio que no es neutral respecto a la cantidad insumida de los distintos factores empleados en el proceso productivo, lo que fomenta una excesiva intensidad en el uso de capital, lo cual es inapropiado en un país en vías al desarrollo donde justamente uno de los principales problemas es la presencia de una alta tasa de desempleo. Esta puede ser una de las razones fundamentales para que el sector industria halla incrementado su participación en el total de la fuerza laboral empleada de sólo 13 a 14 por ciento, mientras que el aumento en el Producto Nacional Bruto es de 13.6 a 20.6 por ciento.

*Plazos de los préstamos.* El diagrama N° 3 presenta el espectro de los plazos a los que se otorga los préstamos en el mercado financiero

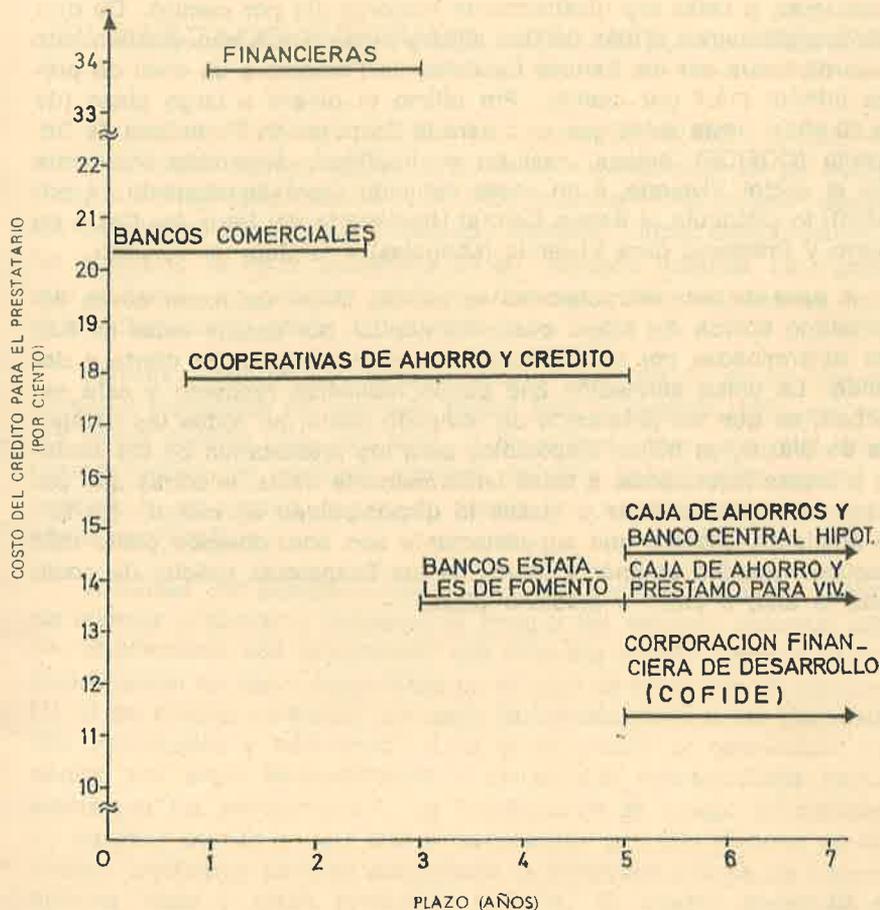
### DIAGRAMA N° 2

#### Mercado de Crédito Bancario para Prestatarios de Bajo Riesgo



### DIAGRAMA N° 3

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



formal, que a su vez implica el de las tasas de interés o de costo del crédito para el prestatario, como resultado de las disposiciones regulatorias vigentes, las que simultáneamente establecen la tasa y el plazo para cada una de las instituciones. Cabe señalar, en primer lugar que el dinero a corto plazo (hasta un máximo de un año), se encuentra afecto a la tasa bancaria comercial (18 por ciento o más)<sup>18</sup>. Los préstamos pagaderos de uno a tres años se obtienen principalmente de este mismo tipo de intermediarios (mediante sucesivas renovaciones) y, de las Financieras, a tasas significativamente mayores (34 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 de precios inferior (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, casi en su totalidad, disponible solamente para el sector Vivienda, a un costo reducido (aproximadamente 14 por ciento); lo distribuía el Banco Central Hipotecario del Perú, las Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (Mutuales) y la Caja de Ahorros.

A base de esta estructura no es posible inferir las expectativas del prestatario acerca del futuro costo del capital, por cuanto estas 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. 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.

## Capítulo IV

### EL MERCADO INFORMAL FINANCIERO URBANO

El capítulo anterior describe las características del mercado formal financiero. Con el objeto de permitir la realización de un análisis integral del mercado financiero, se hace imprescindible conocer también los principales aspectos del mercado informal. Como anteriormente se ha señalado, la mera existencia de un mercado informal no significa que se tendrá un caso de represión financiera. Hay razones de índole económica que justifican su presencia.

Resulta relativamente sencillo obtener información de los diversos aspectos operativos del mercado formal para el análisis, dado que existen varias fuentes. De otro lado, el desconocimiento casi total de las características del mercado informal obligó a la ejecución de una investigación de campo, la que se reseña con sus resultados en el presente capítulo<sup>19</sup>.

*Alcances del estudio.*—Aún cuando inicialmente se pensó estudiar de manera profunda y detallada el íntegro del mercado informal urbano, rápidamente nos percatamos que sólo era factible llevar a cabo la investigación de dos submercados en el caso de los bienes de consumo: (1) el de crédito comercial otorgado por productores a los intermediarios (mayoristas y minoristas), y (2) el de crédito al consumidor concedido por estos intermediarios, o en algunas oportunidades directamente por los productores<sup>20</sup>. La investigación de campo se concentró en aquellos bienes en los que el consumidor peruano dispone de facilidades crediticias para su adquisición (automóviles, bienes de consumo durable, ropa y otros productos textiles). El crédito comercial desempeña un importante rol en el mercadeo de otras clases de bienes, por lo que también fue necesario realizar investigaciones de campo para recolectar la información que permitiera el estudio de la financiación en la venta de productos alimenticios, bienes intermediarios y de capital.

En forma adicional, limitaciones presupuestales dictaron que las entrevistas se restringieran sólo al área metropolitana de Lima y Callao. Este límite es menos significativo de lo que aparenta por cuanto:

1. Casi la totalidad de la producción en que es importante el crédito comercial y al consumidor, se encuentra en el área estudiada.

2. Se estima que el área metropolitana de Lima y Callao posee aproximadamente el 25 por ciento del total de la población peruana, la que percibe el 50 por ciento del ingreso nacional. Es decir, el ingreso per cápita del área estudiada es más o menos el triple de la hallada en el resto del país. Más aún, estimados conservadores basados en la elasticidad de ingreso indican que del 53 al 70 por ciento de la demanda nacional para los bienes cuyas facilidades de pago son materia del presente estudio se concentran en el área de Lima y Callao.

3. El mercado a nivel nacional de varios de los bienes estudiados lo realizan sucursales de empresas cuya matriz se encuentra en Lima. Entrevistas realizadas a éstas proporcionaron información sobre las condiciones en que se otorga crédito en zonas urbanas fuera del área metropolitana de Lima y Callao.

*Diseño de la Muestra y Trabajo de Campo.*—El primer objetivo fue determinar la población de los productores y distribuidores del área metropolitana de Lima y Callao para los bienes cuyas condiciones de venta eran materia del estudio. El marco de muestreo que aproxima a esta población se obtuvo principalmente de los directorios de la Sociedad de Industrias (asociación constituida por grandes, medianos y algunos pequeños productores) y Confederación Nacional de Comerciantes (asociación que agrupa tanto a intermediarios como a productores, casi la totalidad de los grandes y medianos, y un alto número de pequeños)<sup>21</sup>. De los indicados directorios se obtuvo listados para Lima y Callao, los que fueron en primer lugar depurados y luego subdivididos de acuerdo con la clasificación de bienes realizada para el estudio y con una tabla de números al azar. De esta manera se confeccionó una muestra estratificada de 200 empresas por clase de bien, actividad económica (productor o intermediario) y tamaño de la empresa. Se completaron satisfactoriamente 172 entrevistas, o el 86 por ciento de la muestra, de las cuales 106 eran productores y 66 intermediarios. El cuadro N° 1 proporciona al lector la distribución de la muestra y entrevistas completadas por clase de bien y actividad económica.

Los cuestionarios empleados para la recolección de la estadística básica fueron diseñados especialmente de acuerdo con la actividad eco-

Cuadro 1

## Distribución de la Muestra y Entrevistas por Clase de Producto y Actividad

CLASE DE PRODUCTO	MUESTRA ESCOGIDA			ENTREVISTAS REALIZADAS		
	Produc- tores	Comer- ciantes	Total	Produc- tores	Comer- ciantes	Total
Automóviles	4	15	19	4	10	14
Bienes durables	41	29	70	38	21	59
Artefactos electro- mecánicos <sup>1</sup>	12	8	20	11	5	16
Artefactos eléctricos <sup>2</sup>	9	7	16	8	5	13
Muebles	17	7	24	16	6	21
Máquinas de coser	1	4	5	1	3	4
Bicicletas	2	3	5	2	3	5
Bienes no durables	66	39	105	60	33	93
Vestidos <sup>3</sup>	39	24	63	36	20	56
Textiles	24	12	36	22	10	32
Alfombras	3	3	6	2	3	5
Casos especiales <sup>4</sup>	4	2	6	4	2	6
<b>Total :</b>	<b>115</b>	<b>85</b>	<b>200</b>	<b>106</b>	<b>66</b>	<b>172</b>

1. Incluye refrigeradoras, cocinas, lavadoras, licuadoras, etc.
2. Incluye televisores, radios, fonógrafos, grabadoras, etc.
3. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños.
4. Incluye firmas importantes que producen y/o venden al por menor en más de una de las categorías identificadas.

## Cuadro 2:

**Estimados del Volumen Total del Mercado Informal para las clases  
de Bienes Encuestados<sup>1</sup>  
Área de Lima-Callao  
(En millones de Soles)**

CLASE DEL PRODUCTO	CREDITO COMERCIAL		CREDITO A CONSUMIDORES	
	1970	1971	1970	1971
Automóviles	163.9 <sup>2</sup>	260.6 <sup>2</sup>	4,484.3	3,941.3
Bienes durables <sup>3</sup>	217.1	266.1	1,711.5	2,136.4
Bienes no durables <sup>4</sup>	1,120.3	1,345.6	762.4	803.4
Casos especiales <sup>5</sup>	—	—	320.1	368.5
<b>Total :</b>	<b>1,501.3</b>	<b>1,872.3</b>	<b>7,278.3</b>	<b>7,249.6</b>

1. Saldos al 31 de Diciembre.
2. Incluye sólo dos de las cuatro firmas ensambladoras de automóviles.
3. Incluye artefactos electromecánicos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras, batidoras, etc.), artefactos eléctricos (televisores, radios, fonógrafos, grabadoras, etc.), muebles, bicicletas y máquinas de coser.
4. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños, alfombras y otros productos textiles.
5. Incluye grandes compañías que producen y/o venden productos al por menor en más de una de las tres clases anteriores.

nómica del entrevistado y la clase del bien. Preguntas con referencia al costo del crédito ofrecieron numerosas dificultades como consecuencia de los dispositivos vigentes contra el agio y la usura que establecen una tasa máxima del 14 por ciento de interés para créditos mayores de 500 soles. Este punto fue particularmente delicado por cuanto cada encuestador llevaba como presentación ante la empresa por entrevistar una carta de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores. En consecuencia, adrede se incluyeron preguntas que en forma directa y abierta solicitaban la tasa de interés cobrada, lo que permitía al entrevistado otorgar constancia de que sus operaciones se realizaban dentro del marco establecido por la ley. Sin embargo, en forma disfrazada en otra sección del cuestionario, se solicitaban los detalles de una venta al crédito recientemente realizada, la que se utilizó para calcular el costo del crédito efectivo para el comprador. Como era de esperarse, las respuestas a la pregunta directa indicaban, que todos cobraban

una tasa igual, o en algunos casos aislados menor, al máximo legal establecido, mientras que las obtenidas del cómputo a base de la información recopilada indicaban que éstas superaban el máximo en forma significativa, lo que podrá apreciarse más adelante en la sección titulada Costo de Crédito.

Además de las preguntas que se realacionaban con el costo del crédito el cuestionario incluía otras que recopilaban la información necesaria para estimar el volumen o monto total de crédito, grado en que el crédito informal se deriva del mercado formal, plazos a los que se otorga, moras en la recuperación del préstamo y pérdidas por incobrables. Los entrevistadores fueron profesionales recientemente egresados o estudiantes que cursaban su último año en economía o administración. El trabajo de campo se llevó a cabo durante el período comprendido entre los meses de abril y agosto de 1972.

*Volumen del Mercado Informal Urbano.*—A fin de constituir una base que permitiese estimar el tamaño del mercado, a todas las empresas entrevistadas se les solicitó que proporcionaran el saldo de crédito pendientes a fines de 1970 y 1971. Los promedios de la muestra se computaron a base de esta información de acuerdo con el esquema de estratificación. Utilizando estos promedios de la muestra como estimados de los promedios de la población a fines de los años 1970 y 1971, se calcularon estimados del volumen total de crédito informal para las distintas clases de bienes cuyos productores y comerciantes fueron encuestados en la zona de Lima y Callao. Estos estimados se resumen en el cuadro Nº 2.

Cabe notar que la mayor parte del crédito otorgado por esta fracción del mercado informal de Lima se concentra a nivel del consumidor (7,250 de un total de 9,122 millones de soles, es decir, el 79.5 por ciento al finalizar 1971). Como se esperaba, la mayor parte de este crédito a consumidores se concentra en las categorías de automóviles y bienes durables (6,078 de un total de 7,250 millones de soles, es decir, el 83.8 por ciento al finalizar 1971). Por otra parte, los créditos comerciales a minoristas parecen ser relativamente más importantes para los bienes no durables (1,346 de un total de 1,872 millones de soles, es decir, el 71.9 por ciento al finalizar 1971). Sin embargo, este resultado se debe en parte a circunstancias especiales que redujeron el volumen de los créditos comerciales reportados a solo dos de las cuatro firmas ensambladoras de automóviles<sup>22</sup>, así como a la importancia que tiene en el Perú un canal de comercialización para bienes durables, el que se caracteriza por la presencia de un enlace directo entre el productor

y el consumidor para los fines de crédito, en el cual el llamado minorista se desempeña sólo como un agente a comisión.

Un segundo grupo de encuestas fue necesario efectuar a fin de estimar el volumen de créditos comerciales concedidos para financiar la compra de productos alimenticios, bienes intermedios y de capital. En el caso de los productos alimenticios, indagaciones preliminares mostraron que sólo las cadenas de supermercados de Lima tenían suficiente poder de negociación como para obtener crédito. Cada una de estas cadenas fueron entrevistadas. El volumen total de créditos comerciales concedidos a estas fue de 240 millones de soles para fines de 1971. Desde que en el Perú las cadenas de supermercados no cuentan con sucursales fuera del área metropolitana de Lima y Callao y, puesto que la presencia de este tipo de instituciones comerciales es muy limitada fuera de la indicada área, esta cifra también es considerada como el estimado total de créditos comerciales para la financiación de ventas de productos alimenticios.

Más aún, la concentración de virtualmente toda la producción de bienes de consumo importantes para la financiación informal en el área de Lima y Callao, implica una limitada existencia de crédito comercial que para la venta de estos productos otorgan firmas situadas en otras partes del país. Por lo tanto, el estimado total de crédito comercial concedido por productores de bienes de consumo es la suma del estimado para el área de Lima-Callao que aparece en el cuadro N° 1 y el crédito recibido por las cadenas de supermercados de Lima-Callao, que asciende a 2,100 millones de soles para fines de 1971.

A fin de obtener un estimado del volumen de crédito comercial concedido en ventas de bienes intermedios y de capital, se realizaron entrevistas a dependencias gubernamentales que desempeñan funciones contraloras tales que poseen acceso a información sobre las actividades de empresas que producen una fracción significativa de estos bienes, tales como papel y cartones, cemento, cables eléctricos, fibras sintéticas, productos químicos básicos, productos de asbesto, productos de petróleo, hierro y acero, maquinaria eléctrica, productos metalmeccánicos y de cuero. El total de crédito comercial otorgado por empresas que producen bienes en estas categorías fue de 2,150 millones de soles a fines de 1971. Suponiendo una igual razón crédito/venta que aquella obtenida de la información proporcionada por las dependencias gubernamentales con respecto a las empresas que producen otras clases de estos tipos de bienes, se estimó en 3,200 millones de soles para fines de 1971 el total del crédito comercial para la financiación de bienes intermediarios y de capital en el Perú.

Cuadro 3

Volumen estimado del Mercado Informal Financiero Urbano en el Perú  
al 31 de Diciembre de 1971

(En millones de Soles)

a) Sujeto a las condiciones del Mercado	
— Crédito a Consumidores	9,600
— Crédito Comercial	5,300
Bienes de Consumo	2,100
Bienes Intermedios y de Capital	3,200
Total sujeto a las condiciones del mercado	14,900
b) Sujeto a condiciones especiales	
— Préstamos empresariales a empleados y otros que no son clientes	9,300
— Préstamos a largo plazo entre empresas	1,600
— Créditos de clientes a muy corto plazo	21,900
Total sujeto a condiciones especiales	32,800
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>47,700</b>

Para calcular el total nacional se debe también tener en cuenta el crédito a consumidores concedido fuera del área de Lima-Callao. Utilizando estimados de las elasticidades ingreso de la demanda de las familias urbanas para los bienes importantes desde el punto de vista del mercado informal, es decir, 3.0 para automóviles, 1.5 para bienes durables y 1.2 para no durables,<sup>23</sup> y estimados de los ingresos per cápita, los que indican que el nivel de Lima es el triple del correspondiente al resto del país<sup>24</sup>, se puede obtener el monto aproximado del crédito a consumidores fuera de Lima-Callao. El suponer que las elasticidades de ingreso del resto del país son iguales a las antes indicadas permite deducir que la demanda per cápita para automóviles, en Lima, es equivalente a siete veces el nivel del resto del país, cuatro veces para bienes durables y 3.4 veces para bienes no durables. Dado que alrededor de un cuarto de la población peruana vive en Lima metropolitana, la proporción de la demanda en el resto del país es del 30 por ciento para automóviles, 43 por ciento para bienes durables y 47 por ciento para bienes no durables. Si la relación crédito a consumidores/valor de ventas hallada en Lima-Callao (para los bienes importantes desde el punto de vista del mercado informal), es la misma que para el resto del país, un simple cálculo indica que a diciembre de 1971 había 4,000 millones de soles adicionales de crédito a consumidores fuera del área de Lima metropolitana.

Sin embargo, esta cifra es exagerada puesto que (1) el estimado de Lima y Callao se derivó de información que incluía los saldos por créditos de empresas que comercializaban sus productos en todo el país<sup>25</sup>; (2) el supuesto que las elasticidades del ingreso urbano se aplican al Perú rural tiende a inflar la demanda estimada para el resto del país (fuera de Lima y Callao)<sup>26</sup>; y (3) el desarrollo del sector financiero formal, del que se deriva gran cantidad de los fondos que van a satisfacer las necesidades del mercado informal, es bastante limitado fuera del área de Lima<sup>27</sup>. A base de estas consideraciones se ha reducido a 2,350 millones de soles el estimado de crédito a consumidores fuera de Lima metropolitana para fines de 1971. Combinando este estimado con el que corresponde a Lima-Callao, según el cuadro N° 2, se obtiene un estimado de 9,600 millones de soles en créditos a consumidores pendientes de cancelación para fines de 1971. Sumando esta cantidad global, por créditos a consumidores, con las que se dieran anteriormente para el total de crédito comercial para bienes de consumo, intermedios y de capital, se obtiene un total de 14,900 millones de soles para fines de 1971, monto que responde a las condiciones (interés, plazo, etc.) halladas en el mercado informal. La Sección A del cuadro N° 3, resume este cálculo.

Con el objeto de verificar la exactitud de esta cifra, en forma independiente se elaboró un segundo estimado basado en los balances de compañías, tanto comerciales como manufactureras, de la muestra obtenida por el Banco Central de Reserva del Perú. Toda empresa cuya inversión total es igual o mayor a un millón de soles (alrededor de U.S. \$24,000 al tipo de cambio de soles 38,70 por dólar) se encuentra obligada a remitir al Banco Central anualmente un cuestionario que incluye el balance y estado de ganancias y pérdidas. Se calcula que las empresas que proporcionaron esta información en 1969 abarcaban el 70 por ciento del total del ingreso nacional<sup>28</sup>. La información de esta fuente pudo obtenerse, para los años 1966-1969, sumando los asientos de balance correspondiente al crédito comercial y a consumidores de las submuestras de las firmas manufactureras y comerciales<sup>29</sup>.

Los estimados de crédito resultantes se inflaron ligeramente, para compensar aquellos casos en que se comprobó que las cifras reportadas eran menores que las reales, y se tradujeron a precios constantes, para finalmente realizar una proyección que permitiera calcular un estimado del total para 1971. La cifra obtenida de 15,500 millones de soles se compara favorablemente con el estimado anterior de 14,900 millones de soles.

También existen en el Perú ciertas fuentes de crédito informal urbano que no están sujetas a las condiciones del mercado<sup>30</sup>. Estas incluyen los préstamos a corto plazo que otorgan las empresas a sus empleados y otras personas que no son clientes, los préstamos a largo plazo entre empresas y las facturas por cobrar. Estas últimas representan créditos a muy corto plazo (30 ó 60 días sin devengar intereses). Los estimados de volúmenes para cada fuente se prepararon a base de la muestra del Banco Central en la forma descrita en el párrafo anterior. Los préstamos a corto plazo concedidos por las empresas o personas que no son clientes, consisten principalmente de adelantos a sus empleados y obreros garantizados por los fondos indemnizatorios, los mismos que obran en poder del empleador<sup>31</sup>. En general, tales adelantos no pagan intereses. En casos excepcionales se realizan ligeros cargos por este concepto, pero que de ninguna manera guardan relación con los términos a los que se encuentran sujetas las transacciones del mercado informal. Debe subrayarse que los fondos por concepto indemnizatorio pertenecientes a los trabajadores están en poder del empleador. Se acumulan en una cuenta provisiones del pasivo, pudiendo cobrarse casi exclusivamente al momento de rescindir el contrato laboral. El volumen de créditos de este tipo para fines de 1971 se calculó en 9,300 millones de soles.

La cuenta del balance en el cuestionario del Banco Central llamada "Otros Préstamos a Largo Plazo" puede interpretarse que consiste principalmente de préstamos entre empresas. Este tipo de financiación surge de la estructura de propiedad de la industria peruana que se ha caracterizado por el control que ejerce una familia o grupo de familias sobre cierto número de empresas. Es decir, aparentemente los préstamos entre firmas en su mayor parte son transferencias que se efectúan por convenir a los intereses de los propietarios y no están sujetos a las condiciones del mercado informal. Para fines de 1971 estimamos en un total de 1,600 millones de soles el crédito de este tipo.

Es costumbre que las firmas peruanas se concedan crédito a muy corto plazo (30 ó 60 días) sin cargo alguno para los clientes antiguos y/o de solvencia económica reconocida<sup>32</sup>. El volumen de dicho crédito se estimó en 21,900 millones de soles para fines de 1971. Combinando los estimados de volúmenes de crédito para las tres fuentes sujetas a las condiciones especiales obtenemos un total de 32,800 millones de soles para esta categoría a fines de 1971. Este cálculo se resume en la sección B del cuadro N° 3.

Sumando los estimados del crédito, sujeto a las condiciones del mercado, y especiales, obtenemos 47,700 millones de soles para el total de crédito urbano informal al 31 de diciembre de 1971. Con el objeto de verificar este estimado, nos referimos al estudio de fuentes y usos de fondos de la economía peruana para el período comprendido entre los años 1965-1970 donde se presenta el total de crédito concedido por parte del sector empresas (manufacturero y comercial) así mismo y al sector familias, cuyo total asciende a 44,500 millones de soles para fines de 1970<sup>33</sup>. Suponiendo una tasa de inflación del 7 por ciento durante 1971, y posiblemente algún crecimiento, este total derivado de una contabilidad sistemática de las tenencias de activos financieros constituye una verificación adicional de nuestro estimado global del mercado informal de crédito urbano.

*Dependencia del Financiamiento Informal Urbano del Formal.*— La presente sección trata solamente sobre aquella parte del mercado informal urbano que se halla sujeto a las condiciones (tasa de interés, plazo, etc.) del mercado. Con el fin de evaluar su dependencia del mercado formal, a cada empresa entrevistada se le solicitó que especificara aquella proporción del crédito concedido que descontaba en las instituciones financieras. Estos datos resumen en el cuadro N° 4, que muestra el promedio ponderado del porcentaje financiado en el mercado formal para las diversas categorías de productos, utilizando como peso de ponderación las proporciones del volumen estimado de crédito infor-

mal. En general, parecería que el 62 por ciento del crédito informal urbano sujeto a las condiciones del mercado fue refinanciado en el mercado formal, correspondiendo en forma particular para cada uno de los distintos canales de distribución indentificados, el 81 por ciento para el productor-minorista, el 42 por ciento para el productor-consumidor y el 60 por ciento para el minorista-consumidor. Sin embargo, estos datos resumen respuestas que indican solamente los documentos financieros resultantes por ventas al crédito, constituidos en su mayoría por letras, que se descuentan directamente en el mercado formal. Es

Cuadro 4

Porcentaje del Crédito Informal Urbano que se Refinancia en el Mercado Formal

CLASES DEL PRODUCTO	VENTAS DE Productores a Minoristas	Productores a Consumidores	Minoristas a Consumidores
Automóviles	98.6 <sup>1</sup>	—	74.0
Bienes durables <sup>2</sup>	91.4	37.6	37.0
Bienes no durables <sup>3</sup>	76.6	79.6	28.4
Casos Especiales <sup>4</sup>	—	24.9	3
Promedio Ponderado <sup>5</sup>	81.4	41.9	60.4
Promedio General <sup>6</sup>		62.3	

1. Incluye sólo dos de las cuatro firmas ensambladoras de automóviles.

2. Incluye artefactos electromecánicos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras, batidoras etc.), artefactos electrónicos (televisores, radios, fonógrafos, grabadoras, etc.), muebles, bicicletas, máquinas de coser.

3. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños, alfombras y otros productos textiles.

4. Incluye grandes compañías que producen y/o venden productos al por menor en más de una de las tres clases anteriores.

5. Ponderado a base de los volúmenes parciales de crédito.

obvio que cualquier financiación otorgada por las instituciones del mercado formal a empresas que realizan ventas al crédito facilitan la financiación de sus ventas, aún cuando no se relacionen directamente con estas. Por ejemplo, si se concede un crédito en el mercado formal a una empresa con la ostensible finalidad de financiar sus inventarios, aquel permitirá a la firma efectuar ventas a crédito sobre la base del inventario. Conforme se cancelan los documentos de las ventas a crédito, la empresa está en condición de cancelar el crédito obtenido del

prestamista del mercado formal. Sin embargo, en este caso ninguno de los documentos resultantes de las ventas a crédito se descuentan directamente en el mercado formal, aunque la concesión de un crédito del mercado formal permite que la empresa haga ventas a crédito. Por esta razón las cifras del cuadro N° 4, deberían considerarse como que establecen el mínimo de la verdadera proporción del crédito que se financia efectivamente a través del mercado formal. En la actualidad no contamos con una base estadística que nos permita estimar cuál es la verdadera proporción, pero obviamente puede ser mucho más elevada que las cifras aquí presentadas.

En general, la banca comercial efectuó la mayor parte de la refinanciación, correspondiéndole más del 90 por ciento del total para fines de 1971. Sin embargo, en ciertas categorías de productos adquieren especial importancia otras instituciones. Por ejemplo, el Banco Industrial (Banco de fomento estatal) refinanció una parte significativa de los créditos productor-minorista, teniendo el 22 por ciento del total y el 40 por ciento en la categoría de productos automotrices. El cuadro N° 5, muestra la distribución porcentual de las instituciones del mercado formal en la refinanciación de documentos emitidos por créditos concedidos en el mercado informal.

### *Costo del Crédito*

Como se señalara previamente, la existencia de una tasa legal de interés máximo algo baja en el Perú (14 por ciento), hizo imperativo el desarrollo de un enfoque indirecto que permitiese calcular el costo del capital. La solución fue utilizar para el cálculo los detalles específicos de una transacción de crédito recién llevada a cabo. Paralelamente este enfoque aseguró que todas las tasas se computaran sobre una misma base lo que permitió realizar comparaciones. A cada entrevistado se le pidió que proporcionara la siguiente información sobre una venta al crédito reciente: el precio del bien (si era distinto al precio al contado), cuota inicial, plazo, período de gracia (es decir, el lapso de tiempo entre la venta y el vencimiento de la primera obligación), frecuencia y monto de las obligaciones periódicas.

El costo del crédito se computó utilizando esta información y las fórmulas y tablas estándar de interés compuesto<sup>34</sup>. Claramente el costo del crédito calculado de esta manera incluirá los costos de transacción, impuestos, y primas de riesgo así como una tasa de interés. Sin embargo, el método permite evaluar el costo efectivo del crédito desde el punto de vista del prestatario. Esta medida fue la mejor que pu-

Cuadro 5

**Distribución Porcentual de las Instituciones del Mercado Formal en la  
Refinanciación de Documentos del Mercado Informal**

(Porcentaje)

Instituciones del Mercado Formal	Bancos Comerciales	Banco Industrial del Perú	Compañías Financieras	Otras	Documentos por Transacciones				
					Productor a Minorista				
Automóviles <sup>1</sup>	60	40	—	—					
Bienes durables <sup>2</sup>	87	13	—	—					
Bienes no durables <sup>3</sup>	80	20	—	—					
Casos especiales <sup>4</sup>	—	—	—	—					
Promedio Ponderado <sup>5</sup>	78	22	—	—					
					Documentos por Transacciones				
					Productor a Consumidor				
Automóviles <sup>1</sup>	—	—	—	—					
Bienes durables <sup>2</sup>	78	15	—	7					
Bienes no durables <sup>3</sup>	85	15	—	—					
Casos especiales <sup>4</sup>	99	1	—	—					
Promedio Ponderado <sup>5</sup>	90	8	—	2					
					Documentos por Transacciones				
					Minorista a Consumidor				
Automóviles <sup>1</sup>	94	—	6	—					
Bienes Durables <sup>2</sup>	100	—	—	—					
Bienes no durables <sup>3</sup>	100	—	—	—					
Casos especiales <sup>4</sup>	100	—	—	—					
Promedio Ponderado <sup>5</sup>	96	—	4	—					
Promedio General <sup>5</sup>	91	6	3	—					

1. Incluye dos de las cuatro firmas ensambladoras de automóviles.
2. Incluye artefactos electromecánicos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras, batidoras, etc.), artefactos electrónicos (televisores, radios, fonógrafos, grabadoras, etc.), muebles, bicicletas y máquinas de coser.
3. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños, alfombras y otros productos textiles.
4. Incluye grandes empresas que producen y/o venden productos al por menor en más de una de las categorías identificadas.
5. Ponderado a base de los volúmenes parciales de crédito.

do obtenerse dadas las presiones legales y sociales existentes para ocultar los pagos de interés disfrazados bajo otros cargos.

Por supuesto que las transacciones recientes sobre las que se obtuvo información podrían ser excepcionales en el sentido de que el cliente representaba un riesgo crediticio particularmente bueno o malo, por lo que los premios de riesgo implícitos podrían ser excepcionalmente altos o bajos. Sin embargo, pareció razonable suponer que la distribución de los riesgos del crédito entre aquellos que lo solicitaban durante un intervalo relativamente pequeño, sería una muestra al azar de la población total de riesgos del crédito<sup>35</sup>, y una muestra al azar de ésta (que es más grande) serían las respuestas a las preguntas respecto a una transacción reciente. Ciertamente, los entrevistados no tendrían incentivo alguno para reportar transacciones de clientes que representaban un alto riesgo crediticio. Aceptado este supuesto, el promedio de las tasas de la muestra se considera un estimado imparcial y consistente del promedio de la población (dadas las hipótesis muy generales del teorema del límite central).

Según el modelo teórico de financiación en el mercado informal, no es necesariamente cierto que surgirá un precio de equilibrio único para cada tipo de prestatario en un mercado informal competitivo<sup>36</sup>. Para que esto ocurra es necesario que la distribución de probabilidad subjetiva de incumplimiento en el pago y utilidad de la función de beneficios sean iguales para los prestamistas. Sin embargo, si suponemos que las distribuciones de probabilidad subjetiva de un prestamista se modifican de acuerdo al Teorema de Bayes, a base de observaciones sobre los incumplimientos en las obligaciones de pago por parte de los prestatarios, y que todos los prestamistas están haciendo observaciones que igualmente se fundamentan en el proceso de incumplimiento de pago por parte del prestatario, entonces existirá una tendencia hacia una distribución de probabilidad subjetiva común. Más aún, existe evidencia empírica que los prestamistas tienden a clasificar de una manera similar el riesgo de las diversas clases de prestatarios. Además, esperaríamos que la mayoría de los préstamos, aún en el mercado informal, serían pequeños en relación con el volumen total de recursos del prestamista y por lo tanto, la utilidad de las funciones de riqueza serían aproximadamente lineales con respecto a dichos préstamos. Por estas razones, si el mercado es competitivo, debería existir una tendencia hacia un precio de equilibrio único para las diversas clases de prestatarios del mercado informal financiero urbano<sup>37</sup>. Sin embargo, nótese que al relacionar la transacción crediticia a la compra de un bien se tiende a segmentar el mercado urbano informal en

muchos submercados en los que el número de abastecedores puede ser bastante limitado. No está del todo claro que la presencia de fuertes relaciones de sustitución prevalezcan entre estos submercados y por lo tanto, entre muchos de estos submercados podrán observarse características de competencia imperfecta<sup>38</sup>.

Teniendo en mente este marco teórico consideramos provechoso realizar un examen de la distribución de frecuencia del costo del crédito en los diversos canales del mercado informal urbano. Los diagramas Nº 1, 2 y 3 presentan la distribución del costo del crédito para los tres canales de comercialización (productor a minorista, productor a consumidor y minorista a consumidor). El diagrama Nº 4 combina los diagramas Nº 2 y 3 con el objeto de representar el costo general de la distribución del crédito para el consumidor. Los costos del crédito que se muestran en los diagramas se calcularon en la manera descrita anteriormente, no habiéndose corregido los resultados para tomar en cuenta la inflación<sup>39</sup>.

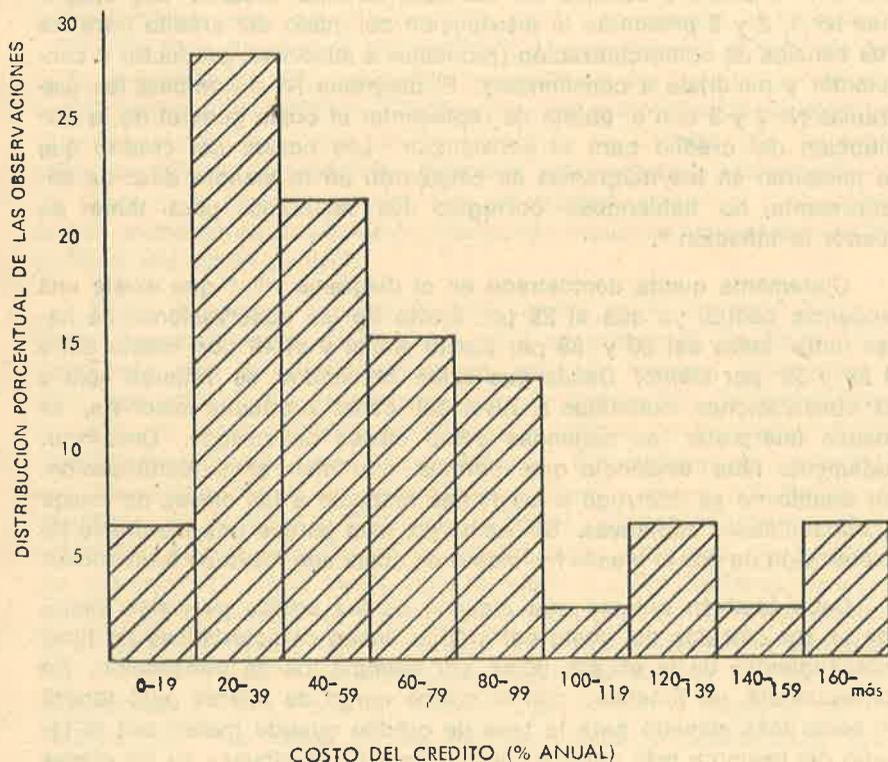
Claramente queda demostrado en el diagrama Nº 1 que existe una tendencia central ya que el 28 por ciento de las observaciones se hallan entre tasas del 20 y 39 por ciento anual y el 49 por ciento entre el 20 y 59 por ciento. Desde que estos resultados se refieren sólo a las observaciones obtenidas a nivel del canal productor-minorista, es posible interpretar las columnas como clases de riesgos. Desafortunadamente falta evidencia que permita confirmar esta identificación, por cuanto no se interrogó a las firmas respecto a las clases de riesgo o probabilidades subjetivas. Sin embargo, esta parece una razonable interpretación de por lo menos las clases de costo con mayores frecuencias.

Debe también notarse que algunos de los costos parciales incluidos en los cálculos del costo del crédito tienen características de fijos, independientes de la escala, como por ejemplo los de transacción. En consecuencia, un préstamo con el mismo cargo de interés puro tendrá un costo más elevado para la tasa de crédito cuando menor sea el tamaño del mismo y más corto su plazo. Es así que algunas de las clases de costo, de frecuencia muy baja en el lado derecho de la distribución representada en la figura, probablemente sean en su mayoría préstamos por pequeños montos a plazos muy cortos, concedidos a prestatarios bastante riesgosos. Por supuesto, algunos prestamistas podrán obtener beneficios monopólicos como resultado de la estructura de submercados o al aprovecharse de la falta de sofisticación del prestatario.

En los diagramas Nº 2, 3, y 4 se observa un patrón similar. Así el 43 por ciento de las observaciones de el diagrama Nº 2, el 59 por cien-

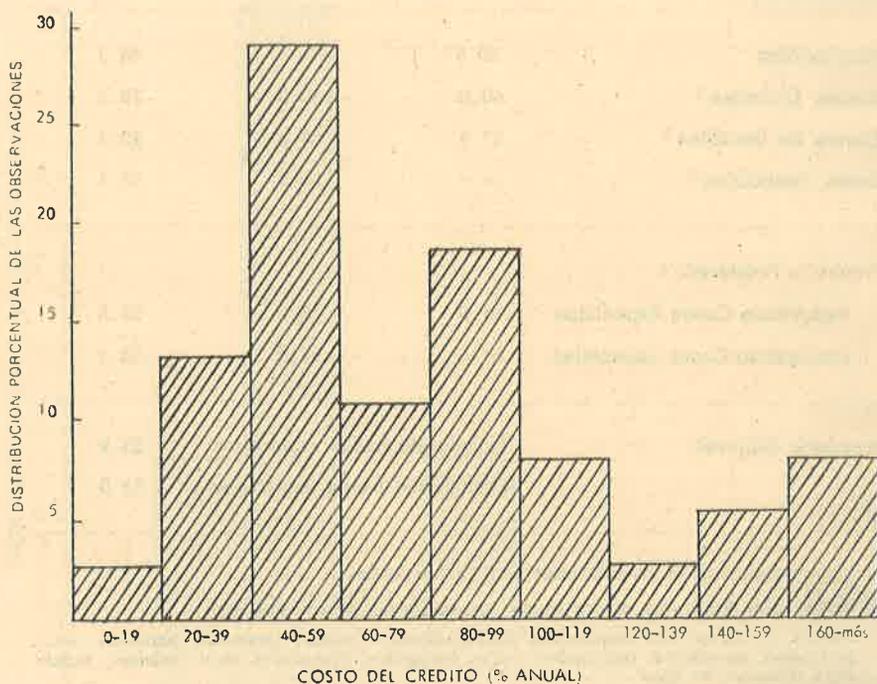
## DIAGRAMA N° 1

### Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Productores y Minoristas para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972



## DIAGRAMA N° 2

**Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Productores y Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972**



**Cuadro 6**

**Costo del Crédito en el Mercado Informal Urbano para las clases de Bienes Investigados <sup>1</sup>**

(Por ciento anual)

CLASES DEL PRODUCTO	VENTAS DE Productores a Minoristas	Productores a Consumidores	Minoristas a Consumidores
Automóviles	20.5 <sup>2</sup>	—	46.3
Bienes Durables <sup>3</sup>	49.0	53.3	79.2
Bienes no Durables <sup>4</sup>	57.4	58.8	49.4
Casos Especiales <sup>5</sup>	—	117.3	43.4
<b>Promedio Ponderado <sup>1</sup></b>			
Incluyendo Casos Especiales	51.6	78.0	52.5
Excluyendo Casos Especiales	51.6	55.3	53.1
<b>Promedio General :</b>			
	Incluyendo casos especiales		55.9
	Excluyendo casos especiales		53.0

1. Ponderado a base de los volúmenes parciales de crédito.

2. Incluye sólo dos de las cuadro firmas ensambladoras de automóviles.

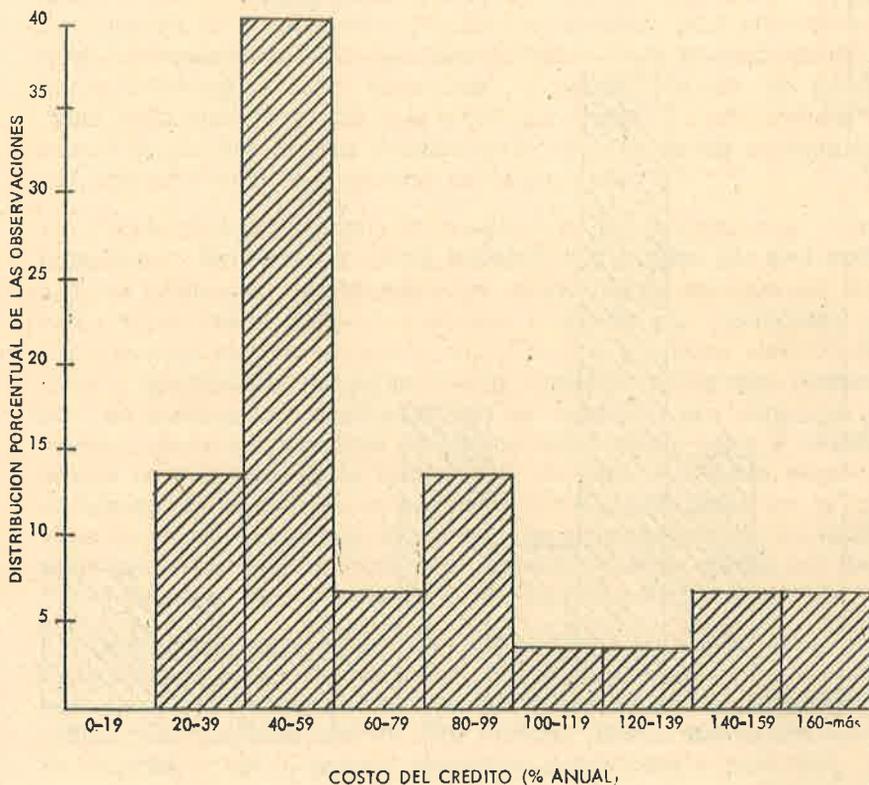
3. Incluye artefactos electromecánicos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras, batidoras, etc.), artefactos electrónicos (televisores, radios fonógrafos, grabadoras, etc.), muebles, bicicletas y máquinas de coser.

4. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños, alfombras y otros productos textiles.

5. Incluye grandes compañías que producen y/o venden productos al por menor en más de una de las tres clases anteriores.

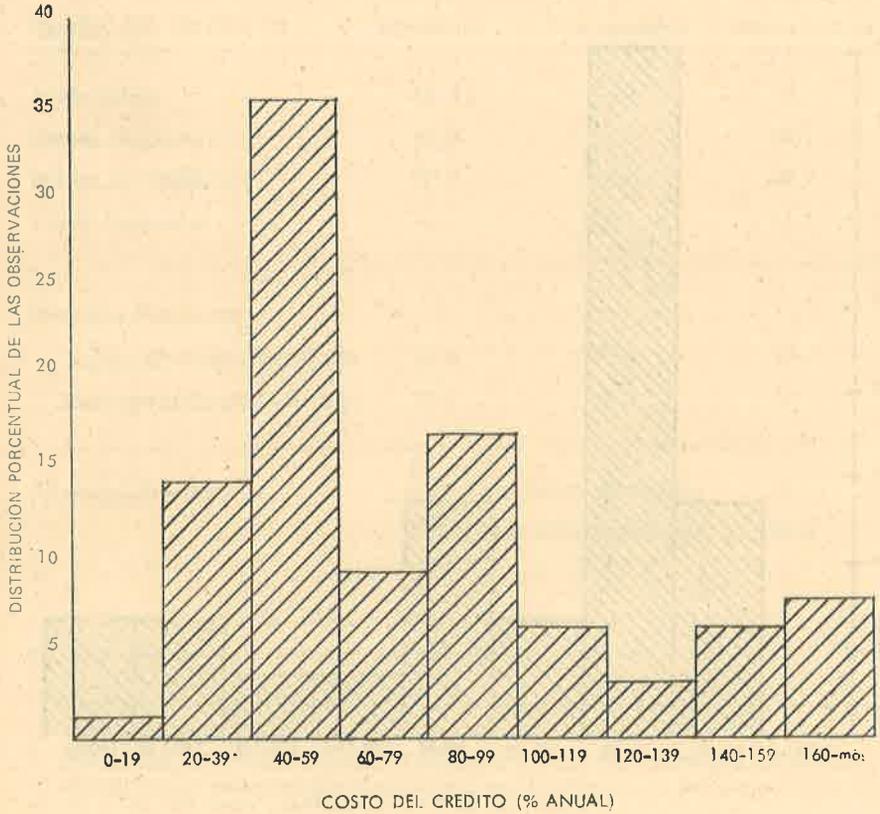
### DIAGRAMA N° 3

**Distribución Porcentual del Costo en Ventas a Crédito entre Minoristas y Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao, 1972**



### DIAGRAMA N° 4

**Distribución Porcentual del Costo del Crédito a Consumidores para las Clases de Bienes Analizados; Area de Lima y Callao 1972**



to de las del diagrama Nº 4 se encuentran a tasas de costo que fluctúan entre el 20 y 59 por ciento. Nuevamente parece razonable la interpretación de las columnas con mayores frecuencias como clases de riesgo, siendo también pertinentes en estos casos los comentarios anteriores respecto a las columnas de la derecha con frecuencias bajas.

La evidencia que ofrece el cuadro Nº 6, sobre una tendencia central común entre los diversos canales de comercialización es más persuasiva. Los promedios ponderados para los tres canales son: Productor-minorista, 51.6 por ciento; productor-consumidor, 78.0 por ciento; y minorista-consumidor, 52.5 por ciento. Nótese que si descartamos el grupo denominado "Casos Especiales", el promedio ponderado para el canal productor-consumidor baja a 55.3 por ciento. De esta manera los costos de los tres canales estarían dentro de dos puntos porcentuales del promedio ponderado general de 53 por ciento<sup>40</sup>.

Podría parecer arbitraria la exclusión de los denominados "Casos Especiales". Sin embargo, existe evidencia que sugiere que esta exclusión se justifica si consideramos los efectos de la competencia. Los casos especiales se refieren a grandes empresas con significativo poder comercial en dos categorías de productos, artefactos electromecánicos y electrónicos. Al parecer estas firmas se encuentran limitadas por una competencia oligopólica que ha producido una estrategia de mercado tácita o complotada de precios relativamente bajos y elevados cobros por concepto de la financiación. Es decir, que estas empresas se encuentran explotando un segmento del mercado donde en su mayoría las ventas se efectúan al crédito y las transferencias de beneficios entre las ventas de productos y las transacciones de crédito son arbitrarias desde el punto de vista de las empresas involucradas<sup>41</sup>.

Queda claramente establecido que el costo del crédito en el mercado informal urbano tiende hacia un mismo nivel entre los diversos canales de comercialización, hecho que era de esperarse dado que las instituciones que participan en este mercado poseen una fuente común de recursos, y por lo general prevalecen condiciones competitivas. Lo que es más difícil de explicar es la considerable diferencia hallada entre el costo promedio del crédito en los mercados formal e informal. Excluyendo los casos especiales, el costo promedio ponderado del crédito en el mercado informal es del 53 por ciento al año. Como se apreció en el capítulo anterior, el interés máximo nominal que los dispositivos vigentes permiten cobrar en el mercado formal es de 14 por ciento al año. Sin embargo, teniendo en cuenta la manera cómo se computan los cargos por intereses e incluyendo otros costos que se recar-

gan a los préstamos bancarios, el costo promedio de un crédito bancario fluctúa entre 18 y 23 por ciento. Existe evidencia que el costo anual efectivo de los créditos obtenidos de financieras es de 34 por ciento. Sin embargo, el volumen de créditos del mercado informal que se deriva de las financieras es pequeño. Tenemos pues una diferencia (o mayor costo para el prestatario por concepto de intereses) de 30 a 35 por ciento que separa los estimados de costo del crédito entre los Bancos comerciales y el mercado informal.

*Plazos de los Préstamos y Experiencias por Falta de Pago.*—Los plazos a que se otorgan los préstamos son importantes para el análisis, debido a su vinculación con la proporción que los costos fijos (de transacción) representan en las tasas de crédito que acabamos de examinar. En el cuadro N° 7 se resumen las respuestas obtenidas a la pregunta sobre el plazo usual a que se conceden los préstamos. Tal como se esperaba los plazos de los préstamos comerciales eran significativamente más cortos que aquellos para el crédito a consumidores. El promedio ponderado es de 3 meses para los primeros, y de 11 y 18 meses

Cuadro 7

**Promedio de los Plazos Usuales de los Préstamos Concedidos en el Mercado Informal Urbano para las Clases de Bienes Investigados**

VENTAS DE CLASES DEL PRODUCTO	Productores a Minoristas	Productores a Consumidores	Minoristas a Consumidores
Automóviles	3 <sup>1</sup>	—	21
Bienes Durables <sup>2</sup>	6	13	13
Bienes no Durables <sup>3</sup>	3	3	4
Casos Especiales <sup>4</sup>	—	13	18
Promedio Ponderado <sup>5</sup>	3	11	18
Promedio General:		13.7	

1. Incluye sólo dos de las cuatro firmas de ensambladoras de automóviles.
2. Incluye artefactos electromecánicos (refrigeradoras, cocinas, lavadoras, batidoras, etc.), artefactos electrónicos (televisores, radios, fonógrafos, grabadoras, etc.), muebles, bicicletas y máquinas de coser.
3. Incluye ropa para hombres, mujeres y niños, alfombras y otros productos textiles.
4. Incluye grandes compañías que producen y/o venden productos al por menor en más de una de las tres clases anteriores.
5. Ponderada a base de los volúmenes parciales de crédito.

**Cuadro 8**

**Distribución Porcentual del Cumplimiento en los Pagos de las Deudas  
Contraídas por Ventas al Crédito <sup>1</sup>**

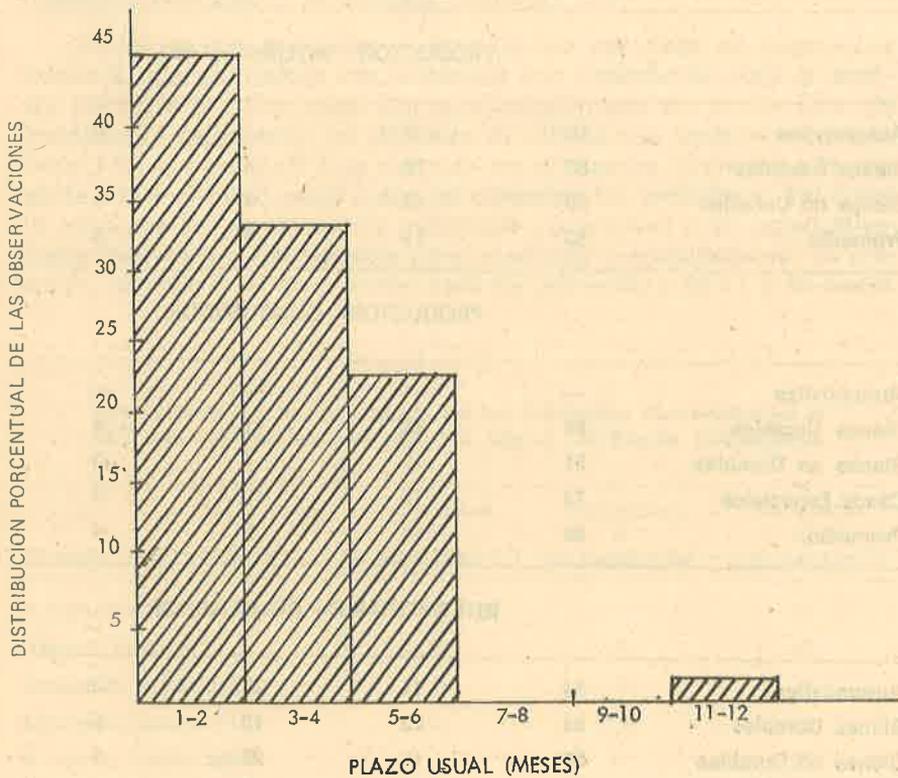
(Por Ciento)

	Al Vencl- miento	De 15 a 60 días	Más de 60 días	Inco- brables
<b>PRODUCTOR - INTERMEDIARIO</b>				
Automóviles	90	0.9	—	0.1
Bienes Durables	85	10	3	2
Bienes no Durables	80	13	4	3
Promedio	83	11	4	3
<b>PRODUCTOR - CONSUMIDOR</b>				
Automóviles	—	—	—	—
Bienes Durables	59	26	11	4
Bienes no Durables	81	12	4	3
Casos Especiales	73	14	10	3
Promedio	69	18	9	4
<b>INTERMEDIARIO - CONSUMIDOR</b>				
Automóviles	54	11	23	12
Bienes Durables	54	25	15	6
Bienes no Durables	56	10	25	9
Casos Especiales	85	10	4	1
Promedio	56	13	21	10
<b>PROMEDIO GENERAL :</b>	<b>64</b>	<b>13</b>	<b>15</b>	<b>8</b>

1. Ponderado a base de los volúmenes parciales de crédito.

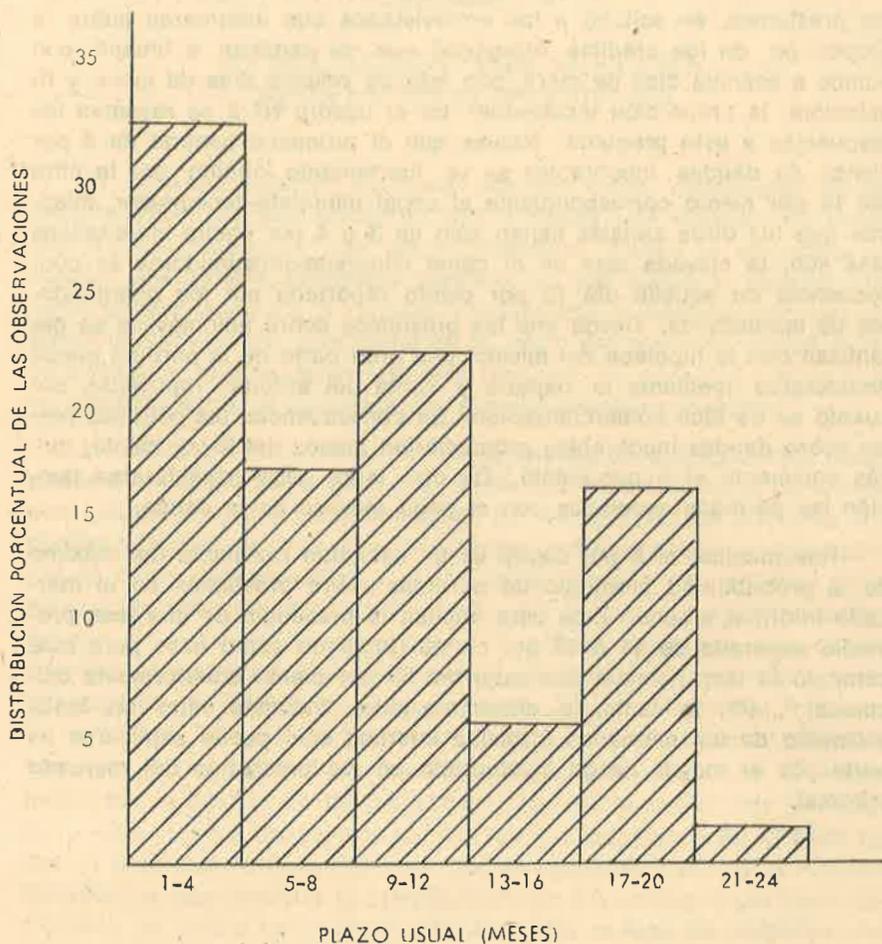
### DIAGRAMA N° 5

**Distribución Porcentual del Plazo Usual en las Ventas al Crédito de Productores a Intermediarios o Minoristas; Area de Lima y Callao 1972**



### DIAGRAMA N° 6

**Distribución Porcentual del Plazo Usual en las Ventas al Crédito del Productor y Minorista al Consumidor; Area de Lima y Callao 1972**



para los últimos. No debe sorprender que los plazos de los préstamos a consumidores son lo suficientemente largos en promedio como para mantener los costos iniciales en una proporción razonablemente pequeña en relación con el costo total de la tasa de crédito. Las diagramas Nº 5 y 6 muestran las distribuciones de frecuencia de los plazos usuales de préstamos para los créditos comerciales y a consumidores.

A fin de obtener por lo menos una idea del riesgo promedio en los préstamos, se solicitó a los entrevistados que informaran sobre la proporción de los créditos otorgados que se pagaban a tiempo, con quince a sesenta días de mora, con más de sesenta días de mora, y finalmente, la proporción incobrable. En el cuadro Nº 8 se resumen las respuestas a esta pregunta. Nótese que el promedio general de 8 por ciento de deudas incobrables se ve fuertemente influido por la cifra del 10 por ciento correspondiente al canal minorista-consumidor, mientras que los otros canales tienen sólo un 3 ó 4 por ciento incobrables. Más aún, la elevada tasa en el canal minorista-consumidores es consecuencia de aquella del 12 por ciento reportada por los distribuidores de automóviles. Desde que los préstamos sobre automóviles se garantizan con la hipoteca del mismo, una gran parte de la pérdida puede recuperarse mediante la captura y venta del artículo reposado, por cuanto es de fácil comercialización. En consecuencia, las pérdidas reales sobre deudas incobrables promediarían menos del 8 por ciento, quizás solamente el 5 por ciento. De otro lado, debe considerarse también las pérdidas asociadas con el pago moroso de la deuda.

Resumiendo, el 8 por ciento es un estimado razonable del máximo de la probabilidad promedio de pérdidas sobre préstamos en el mercado informal urbano. Esta cifra implica la presencia de una tasa promedio esperada de 41 ó 42 por ciento (tomando como base para este cómputo la tasa nominal promedio del 53 por ciento anteriormente calculada)<sup>42</sup>. Por lo tanto, la diferencia antes indicada entre las tasas promedio de los mercados formal e informal sólo puede explicarse en parte por el mayor riesgo involucrado en los préstamos del mercado informal.

## Capítulo V

### EVALUACION DEL SISTEMA FINANCIERO PERUANO

El presente capítulo se inicia con una breve descripción de las características de una economía con políticas que originan un pobre desarrollo o "represión" del sector financiero. Luego se desarrolla un modelo del sistema financiero peruano, el que ilustra la función que como consecuencia de la represión desempeña el mercado informal urbano, la forma cómo complementa la labor del mercado formal y las implicaciones que se derivan de esta realidad. Se concluye con un breve resumen sobre la evolución del sistema financiero peruano.

*La Represión Financiera.*—Es característica de una economía financieramente reprimida, la de poseer tasas máximas nominales de interés para préstamos y depósitos impuestas por las autoridades mediante dispositivos legales, las que son difícilmente burladas debido a la presencia de numerosos controles y a su estricta fiscalización. El valor asignado a las referidas tasas se encuentra por debajo del equilibrio determinado en un mercado organizado por activos financieros. En consecuencia, se crea un exceso de demanda por crédito, lo que induce al racionamiento de los fondos disponibles en el mercado formal, desviando la fracción de la demanda insatisfecha al mercado informal. De otro lado, por parte de la oferta, las bajas tasas ofrecidas a los ahorristas incentivan la sustitución de los activos financieros nacionales por activos reales, activos financieros extranjeros y el consumo. En el caso de que la represión se halle asociada con la sobrevaluación de la moneda nacional, lo que significa la subvaluación de los activos financieros nacionales, se ofrece un estímulo adicional para la fuga de capitales. La represión es capaz de ser más severa donde las debilidades fiscales del gobierno han creado un ambiente de inflación crónica, disminuyendo con frecuencia las tasas reales de los préstamos y depósitos a niveles negativos<sup>43</sup>.

Por supuesto, la vigencia tanto de políticas de represión financiera como medidas fiscales inflacionarias y de sobrevaluación de la moneda, tienen efectos adversos sobre la balanza de pagos, creando la necesidad de un estricto control sobre la asignación de las divisas disponibles. Es decir, el caso típico de la represión financiera se caracteriza por la proliferación de controles económicos y dispositivos que reglamentan y regulan el desenvolvimiento de las diversas actividades, los que el gobierno se ve en la incapacidad de administrar en una forma consistente y eficiente<sup>44</sup>. El inevitable resultado es el surgimiento de excesos demanda precios múltiples en un sistema desequilibrado.

Desde que la represión financiera tiende a minimizar la función de los intermediarios financieros nacionales, este tipo de política fuerza a la dependencia en la auto-financiación para la formación de capital. Dado que se necesita de la auto-financiación, los grandes beneficios industriales son imperativos si es que han de realizarse las inversiones indispensables para el progreso a través de la industrialización. De esta manera se crea una necesidad de medidas de política dirigidas a asegurar el mantenimiento de los mencionados altos beneficios industriales. Algunas de estas medidas son por ejemplo, el acceso al capital y a divisas para la importación de bienes de capital a tasas especialmente bajas, una excesiva protección arancelaria y/o de otros tipos contra las inversiones competitivas, exoneraciones tributarias, como las en el caso de las reinversiones, etc<sup>45</sup>. Por supuesto, en forma paralela dichas medidas fomentan el establecimiento de un sector industrial ineficiente, excesivamente intensivo en capital, con una capacidad muy limitada para absorber mano de obra, así como para superar la marcada desigualdad en la distribución del ingreso<sup>46</sup>.

El complemento de la dependencia en la auto-financiación es la represión de la intermediación financiera. Ello conduce a un pobre desarrollo financiero, controlado que favorece principalmente a pequeños enclaves de privilegiados en las grandes ciudades y fuerza a la dependencia en la financiación informal a los grupos urbanos menos privilegiados y áreas rurales<sup>47</sup>. Los controles gubernamentales usualmente colocan una cuña entre las tasas de depósitos y préstamos y, las autoridades contraloras limitan estrictamente el radio de acción de los intermediarios financieros, en los que predomina la competencia imperfecta y los beneficios monopólicos. Es así que los banqueros no denuncian o reclaman en contra de esta estructura. Sin embargo, la desafortunada consecuencia es un sistema de precios múltiples para el capital, debido a la segmentación del mercado, el que envía señales equivocadas a los inversionistas y resulta en una ineficiente asignación in-

ter-temporal de recursos. En particular, la represión y el racionamiento en el mercado formal desvían los excedentes de demanda al mercado informal, haciendo que el precio del capital en éste sea sustancialmente mayor que la tasa artificialmente pequeña del mercado formal. El acceso al capital en el mercado formal se convierte en la prerrogativa de una élite de empresas y familias cuya riqueza los clasifica como menores riesgos de crédito, categoría que incluye a corporaciones multinacionales. Esta circunstancia propugna el mantenimiento del control económico del favorecido sector industrial de sustitución de importaciones, por una elite dominante y las corporaciones multinacionales. En el caso que la producción del sector industrial se concentre excesivamente en bienes de consumo relativamente caros, se enfrenta adicionalmente el problema de proveer de facilidades de pago a los consumidores, o de lo contrario, el mercado doméstico sería reducido. En el caso peruano, como resultado de la situación antes descrita, el mercado formal no satisface este tipo de demanda, y por otro lado, no se han dictado disposiciones gubernamentales que establezcan los canales requeridos para llenar este vacío. Es ésta precisamente una importante función que desempeña el mercado informal de crédito urbano.

*Importancia absoluta del Mercado Informal Urbano.* A fin de obtener un mejor entendimiento del mercado financiero peruano, es menester evaluar la función desempeñada por el mercado informal de crédito urbano. Para esto, en primer lugar se compara su volumen con el de la fracción pertinente del mercado formal, es decir, aquella dedicada a satisfacer las mismas necesidades de financiación a las que está orientado el mercado informal. Claramente el estimado de crédito sujeto a las condiciones del mercado que se tratara en el capítulo anterior, es el monto pertinente para la referida colación del mercado informal mientras que, por parte del mercado formal, sería el total de crédito a corto y mediano plazo (hasta dos años) que no está ligado a un sector específico<sup>48</sup>. El cuadro N° 1 presenta estas cantidades.

Como hemos visto, provienen del mercado formal la mayoría de los fondos colocados en la porción del mercado informal urbano sujetos a las condiciones del mercado. Considerando el mínimo estimado del 60 por ciento de dependencia del mercado formal, obtenemos que 8,900 de los 14,900 millones de soles se derivan de éste, y un saldo de 25,600 millones de soles de crédito del mercado formal no se transfiere al mercado informal. Por lo tanto, a base de este supuesto, el mercado urbano informal absorbe por lo menos el 37 por ciento de todos los créditos no especializados a corto y a mediano plazo del formal<sup>49</sup>. Si en lugar de 60 suponemos que 90 por ciento del crédito sujeto a

Cuadro 1

**Comparación de los Volúmenes de Crédito otorgados por el Mercado Informal Urbano sujeto a las Condiciones del Mercado y la Fracción Pertinente del Mercado Formal**

**Cifras al 31 de Diciembre de 1971**

(Millones de Soles)

Volumen estimado de Crédito Informal Urbano sujeto a las condiciones del mercado	14,900
Volumen de la fracción del Mercado Formal dedicado a satisfacer las mismas necesidades de crédito que el Mercado Informal (1+2+3+4)	34,473
1) Bancos Comerciales	28,220 <sup>1</sup>
2) Banco Industrial del Perú	500 <sup>2</sup>
3) Compañías Financieras	1,611 <sup>3</sup>
4) Cooperativas de Ahorro y Crédito	4,142 <sup>4</sup>

1. Estimado en base a las estadísticas monetarias publicadas por el **Banco Central de Reserva del Perú**.
2. Se refiere sólo a créditos otorgados para financiar las ventas a consumidores de los prestatarios. Fuente: **Banco Industrial del Perú**.
3. Se refiere a los préstamos totales concedidos por las financieras. Fuente: **Superintendencia de Banca y Seguros**.
4. Estudio del Sistema de Cooperativas de Ahorro y Crédito; Comisión Ministerio de Economía y Finanzas — Sinamos para la estructura del Marco Legal del Cooperativismo de Ahorro y Crédito, Directiva N° 001-EF-10-01-74.

las condiciones del mercado informal proviene del formal, lo cual es muy posible, el saldo sería de sólo 21,060 millones de soles de crédito que no se transfiere al mercado informal. Ello indicaría que este último abarca el 41.4 por ciento del total. Queda así establecido que aproximadamente el 40 por ciento del total del crédito no especializado a corto y mediano plazo del mercado formal es absorbido por el informal urbano<sup>50</sup>.

*Interpretación económica del Funcionamiento del Mercado Financiero.* Es de especial importancia evaluar la diferencia de 30 a 35 puntos porcentuales hallado en el costo de crédito entre ambos mercados. Teóricamente, se espera que el costo total para el prestamista será mayor en el mercado informal. Comenzaremos por analizar lo referente al costo de transacción (incluyendo el de la investigación del prestatario), el que podrá ser mayor o menor en el mercado informal, debido a que la existencia de ineludibles topes máximos en las tasas de interés y límites en los otros cargos que pueden realizar las instituciones del mercado formal, evitan que atiendan a las necesidades financieras de ciertos grupos de prestatarios en los que tendrían cierta ventaja comparativa, al mismo tiempo que los prestamistas informales tendrían una ventaja comparativa al servir a otros grupos debido a las economías logradas en virtud de la transacción paralela en bienes. Sin embargo, desde que el tamaño promedio de los préstamos seguramente es menor en el mercado informal, es razonable conjeturar que el costo de transacción, en promedio, es algo mayor en el mercado informal<sup>51</sup>. Para fines de un cálculo general, suponemos que el mayor costo de transacción en el mercado informal aumenta en un cinco por ciento la tasa de costos del mercado formal (es decir, a la tasa efectiva del 18 a 23 por ciento cobrada por los bancos comerciales en el mercado formal), le agregamos 5 por ciento, significando que el costo del crédito es mayor en un 20 a 25 por ciento en el mercado informal, debido al más elevado costo de transacción por el sol prestado.

Puesto que los prestatarios del mercado formal son un grupo selecto caracterizado por una riqueza promedio mayor, lo que representa un menor riesgo de préstamo, en promedio, los préstamos del mercado informal serán más riesgosos. Anteriormente, utilizamos la experiencia de los entrevistados en malas deudas para estimar que la probabilidad de pérdidas en el mercado informal urbano es del 8 por ciento. Corrigiendo nuestra tasa esperada supuesta del 23 a 28 por ciento para considerar el costo ocasionado por los préstamos no recuperables, obtenemos una tasa nominal del 34 a 39 por ciento. En consecuencia, si los prestamistas informales son neutros al riesgo y los

prestamistas formales tienen cero probabilidades de pérdidas, el más elevado riesgo de los préstamos informales requerirá que la tasa de costo sea mayor en un 11 por ciento de aquella del mercado formal. Por supuesto, los prestamistas del mercado formal tendrán algunas malas deudas y los del mercado informal podrían muy bien exigir una prima de riesgo. Para fines de la comparación suponemos que el total de estos ajustes representa un 4 por ciento adicional a la tasa de costo del mercado formal.

En conclusión, encontramos que el efecto de todas estas modificaciones sólo explican 20 de los 30 a 35 puntos porcentuales de la diferencia hallada entre ambos mercados. Por lo tanto, el saldo de 10 a 15 puntos porcentuales representa un beneficio monopólico que la escasez de crédito creada por el mercado formal ha originado para los prestamistas informales<sup>52</sup>. La existencia de este saldo o residuo puede explicarse mediante la utilización de conceptos elementales de microeconomía. Las circunstancias que dan origen al doble mercado de crédito urbano del Perú pueden resumirse en los siguientes cuatro supuestos: 1) Los prestamistas en el mercado formal están impedidos de otorgar créditos en el mercado informal, 2) los prestatarios del mercado informal, aún ilegalmente, no pueden obtener préstamos en el mercado formal, 3) Los prestamistas del mercado formal se ven imposibilitados de cobrar mayores tasas y cargos sobre préstamos de los legalmente establecidos, mientras que los del mercado informal no se encuentran sujetos a estas restricciones y, 4) el mercado formal es la fuente de donde se origina todo el crédito.

El resultado de los mencionados supuestos es el de un sistema en desequilibrio con dos precios para el crédito. Este se ilustra en el diagrama Nº 1, donde las curvas DD y SS representan los montos de demanda y oferta de crédito, respectivamente. El eje vertical indica las unidades de precio por sol y, el horizontal, el volumen de dinero en soles. El precio de equilibrio es  $r_e$  y la cantidad de equilibrio es  $q_e$ . Sin embargo, la existencia de un precio legal máximo de  $r_f$  reduce la cantidad ofrecida a  $q_i$  y crea un exceso de demanda  $q_i q_f$ . En ausencia de las restricciones legales la cantidad  $q_i$  impondría el precio  $r_i$ .

La presencia de un mecanismo que redistribuye los fondos colocados en el mercado formal hará que los prestatarios con acceso a este mercado puedan a su vez prestar los recursos obtenidos, logrando un beneficio de  $(r_i - r_f)$ , menos cualquier costo que incurran en el proceso. El mercado informal establece tal mecanismo y, dado los supuestos respecto a las restricciones institucionales la posición de desequilibrio será estable.

DIAGRAMA N° 1

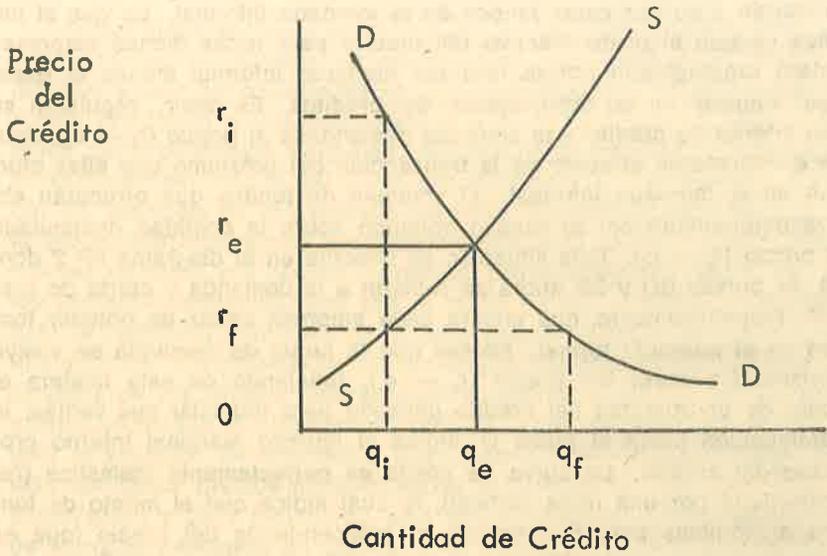
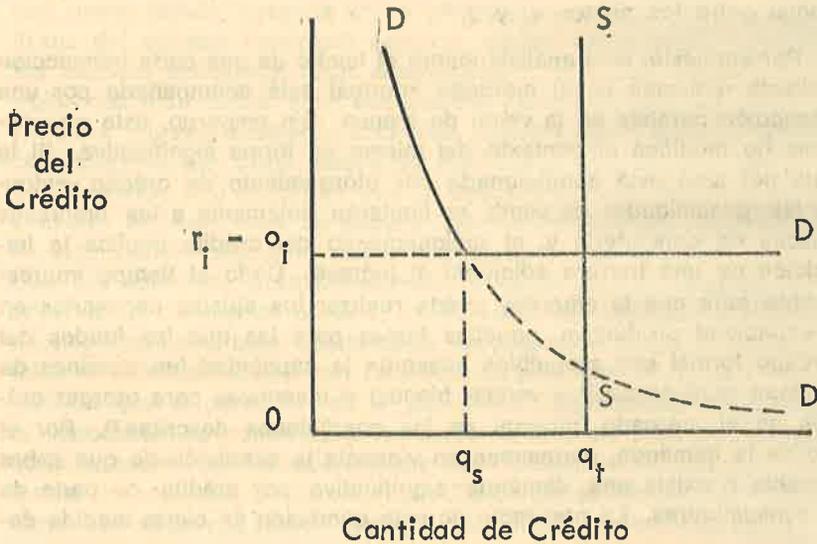


DIAGRAMA N° 2



El argumento anterior no implica que todas las firmas capaces de obtener préstamos en el mercado formal al precio  $r_f$ , inmediatamente prestarán a su vez estos fondos en el mercado informal. Lo que sí implica es que el costo efectivo del crédito para todas dichas empresas estará representado por la tasa del mercado informal menos el gasto que incurran en el otorgamiento de créditos. Es decir, regularán su uso interno de crédito a la cantidad demandada al precio  $(r_i - c_i)$ , donde  $c_i$  representa el costo de la transacción del préstamo que ellas otorgan en el mercado informal. El volumen de fondos que ofrecerán estará determinado por el exceso obtenido sobre la cantidad demandada al precio  $(r_i - c_i)$ . Esta situación es descrita en el diagrama N° 2 donde las curvas DD y SS ahora se refieren a la demanda y oferta de crédito, respectivamente, que encara cada empresa capaz de obtener fondos en el mercado formal. Nótese que la curva de demanda se vuelve horizontal a partir del precio  $(r_i - c_i)$ , reflejando de esta manera el costo de oportunidad del crédito utilizado para financiar sus ventas; la continuación hasta el punto D' indica el ingreso marginal interno producto del crédito. La curva de oferta es perfectamente inelástica (representada por una recta vertical), lo cual indica que el monto de fondos disponibles para la empresa es independiente del precio (que es además fijo), estando éste determinado por otros factores. Como claramente puede observarse en el diagrama, la empresa utilizará para satisfacer sus necesidades internas la cantidad  $Oq_s$  y, prestará en el mercado informal la cantidad representada por el segmento del eje horizontal entre los puntos  $q_s$  y  $q_t$ <sup>53</sup>.

Por supuesto, este análisis ignora el hecho de que cada transacción crediticia realizada en el mercado informal está acompañada por una transacción paralela en la venta de bienes. Sin embargo, esta circunstancia no modifica el contexto del mismo en forma significativa. Si la venta del bien está condicionada por otorgamiento de crédito, entonces las posibilidades de venta se limitarán solamente a las empresas capaces de concederlo y, el racionamiento del crédito implica la imposición de una barrera adicional al ingreso. Dado el tiempo imprescindible para que la empresa pueda realizar los ajustes necesarios en su capacidad productiva, aquellas firmas para las que los fondos del mercado formal son asequibles poseerán la capacidad (en términos de habilidad para producir y vender bienes) e incentivos para otorgar créditos en el mercado informal en las condiciones descritas<sup>54</sup>. Por el lado de la demanda, permanece en vigencia la condición de que sobre el precio  $r_i$  existe una demanda significativa por crédito de parte de los consumidores. La presencia de esta condición en cierta medida de-

penderá de la distribución del ingreso. Esta demanda claramente existe puesto que la distribución del ingreso es bastante sesgada en el Perú.

Si no hubieran barreras al ingreso de nuevas empresas, entonces la posibilidad de obtener un retorno mayor que el competitivo sobre las inversiones en actividades en que el crédito desempeña un rol decisivo, conducirá a una competencia o un cartel con capacidad excedente pero beneficios normales. Sin embargo, en la práctica del racionamiento del crédito así como los controles gubernamentales, es decir, las licencias de importación para los bienes de capital requeridos, la protección arancelaria y no arancelaria, etc., sirven de obstáculo al ingreso de otras y/o nuevas empresas, preservando de manera efectiva los elevados beneficios, que son la razón de ser de la industrialización bajo la represión financiera y, la consecuente dependencia de la autofinanciación. Paralelamente, de las exigencias salariales y de otra naturaleza de los grupos laborales políticamente poderosos, es el único campo en el que el gobierno no protege a los empresarios, lo que origina la creación de una doble estructura salarial. Esta ulterior distorsión del factor precios no sólo tiende a derrotar la estrategia de autofinanciación y altos beneficios, sino que también, impulsa a la elección de técnicas intensivas en capital a las empresas que disminuyen significativamente la absorción de la mano de obra durante el proceso de expansión industrial.

*El Caso Peruano.* Es apropiado concluir el presente estudio con una breve reseña histórica sobre la evolución durante el período analizado del sistema financiero peruano, dentro del marco de los aspectos teóricos señalados. Con anterioridad a la década del 60 el desarrollo del Perú había sido encabezado principalmente por las exportaciones, considerándose la economía peruana como bastante abierta al compararse con otros países de América Latina. Estudios realizados por Reynolds (27) muestran que el desarrollo financiero peruano (medido por la razón total de activos financieros/producto nacional bruto) ha sido significativamente mayor que el de los vecinos Brasil y Colombia. Sin embargo, aproximadamente a partir de los años 1963-64 se observa un cambio de política, inclinándose por aquella de sustitución de importaciones bajo condiciones de represión financiera, fomentándose la autofinanciación con recursos provenientes de los elevados beneficios que al productor se le garantizan. Este cambio, que acentuó la imposición de controles tanto sobre la tasa de interés como sobre otros aspectos de las operaciones de los intermediarios del mercado formal de capitales, se caracteriza además por el inicio de la tendencia hacia una cada vez mayor dependencia de las instituciones financieras

estatales, la que se complementa con la canalización del ahorro, principalmente personal, hacia las instituciones especializadas en atender las necesidades financieras del sector vivienda. Así, cuando se compara el total de las colocaciones por las instituciones financieras pertenecientes al grupo estatal con las no públicas, hallamos que las primeras para fines de 1960 abarcaban sólo el 30 por ciento de los préstamos concedidos, para luego constituir el 45, 56 y, posteriormente, el 68 por ciento durante los períodos 1961-65, 1966-70 y 1971-73, respectivamente.

El gran aumento en el flujo de fondos mediante las instituciones financieras especializadas en el apoyo del sector vivienda durante el período 1966-70, el que prácticamente se mantiene hasta 1973, se debió no solamente a que se les permitió abonar mayores tasas de interés, sino también al goce de ciertas exoneraciones tributarias para sus depositantes. Se ha observado también 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. Es decir, en general la estructura de precios tiende de manera preferencial a canalizar el ahorro hacia los intermediarios que otorgan créditos 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 que podría esperarse de esta política sería el de un elevado nivel relativo de la inversión bruta real en el sector vivienda, disminuyendo el ritmo del desarrollo industrial. Desafortunadamente, no se dispone de series estadísticas de inversión sectorial para el país que permitan verificar estas apreciaciones. Con la finalidad de vislumbrar en forma aproximada el impacto de las mencionadas políticas se ha elaborado una serie estadística de inversión bruta anual en construcción de viviendas<sup>55</sup>, la misma que se ha restado del total de construcciones publicada por el Banco Central de Reserva del Perú. Lamentablemente, sólo se pudo obtener información hasta 1970 para el computo de esta serie, la que nos permite colacionar la inversión en construcción de viviendas con aquellas en el resto de los sectores económicos y la variación en las existencias, cifras que se presentan en los cuadros Nº 2 y 3. 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<sup>56</sup>. De otro lado, es la inversión bruta en construcción de vivienda la única serie que muestra una cierta tendencia ascendente, la

que es totalmente quebrada en 1967 y 68, entre otros factores, por motivo de la devaluación del tipo de cambio. Cabe señalar también, que justamente cuando es mayor el grado de sustitución en el ahorro hacia las instituciones de apoyo al sector vivienda<sup>57</sup>, 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, dando lugar, por lo tanto, al exceso de disponibilidad de recursos a que se hiciera mención al comparar las cifras presentadas en los cuadros 1 y 2 del capítulo III<sup>58</sup>.

En rasgos generales a partir de 1970 se observa prácticamente un estancamiento en el alto volumen de recursos canalizado hacia el sector vivienda. De otro lado, aumenta su participación el sector gobierno (Banco de la Nación), el cual a su vez canaliza recursos a la banca comercial asociada, ya el sector manufacturero, bien sea por intermedio de la Corporación Financiera de Desarrollo (COFIDE), Banco Industrial (Cuadro Nº 3 — Capítulo III) o de la banca comercial (Nota Nº 10), en desmedro principalmente del sector agrícola. Es menester mencionar el amplio plan de inversiones que el gobierno se ha propuesto ejecutar, causando el repunte mostrado por la inversión bruta en maquinaria y equipo para 1973.

Debe señalarse también que se atribuye en gran medida a la agudización de la represión financiera, el impulso en el crecimiento de las cooperativas de ahorro y crédito, al incrementar en forma considerable el número de afiliados, fenómeno que es evidenciado por el fuerte aumento de su participación, tanto en la captación como colocación de recursos (Cuadros Nº 1 y 2 del Capítulo III). Una evidencia adicional de la represión financiera surge del comportamiento de los saldos monetarios reales<sup>59</sup>, los que aumentaron en un 42 por ciento entre 1960 y 1964, para luego disminuir en un 2 por ciento entre 1964 y 1969. El crecimiento observado entre 1969 y 1973 asciende a 58 por ciento.

Retrospectivamente, parecería que estas políticas que distorsionan en forma significativa la asignación de recursos y probablemente también la distribución de los ingresos, contienen la semilla de su propia destrucción. Es decir, como pudo observarse en el cuadro Nº 2 del presente capítulo, a pesar del énfasis dado a la industrialización, mediante la ejecución de políticas que fomentaban la sustitución de importaciones, las inversiones fijas reales fuera del sector vivienda prácticamente no aumentaron a partir de 1962 hasta 1972, inclusive los ahorros domésticos excluyendo el del gobierno en cuenta corriente como proporción del producto nacional bruto, han disminuido del 20.3 por ciento en 1960 al 13.6 por ciento en 1972, a pesar del significativo cam-

Cuadro 2

**Inversión Bruta Real en el Perú durante el Período Comprendido por los Años 1960-1973**  
(Millones de Soles de 1973)

<i>Inversión en</i>	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
Maquinaria y Equipo	5,482	7,083	8,676	9,051	8,269	9,982	11,443	10,842	9,332	9,367	10,310	11,348	11,418	14,142
Construcciones y Planta	3,918	4,540	4,406	2,759	2,453	1,274	1,347	2,343	2,228	3,398	3,790			
Sub-Total	9,400	11,623	13,082	11,810	10,722	11,256	12,790	13,185	11,560	12,765	14,100			
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	8,231 <sup>1</sup>	9,216 <sup>1</sup>	9,973 <sup>1</sup>
Sub-Total	10,692	13,535	15,638	15,111	14,663	17,522	19,729	18,247	15,526	15,959	17,789	19,579	20,634	24,115
Variación de Existencias	2,990	2,053	1,650	1,280	2,468	1,903	4,026	4,830	870	921	533	2,778	1,727	1,065
Total Inversión Bruta	13,682	15,588	17,288	16,391	17,131	19,425	23,755	23,077	16,396	16,880	18,322	22,357	22,361	25,180

1. Total construcciones ya que para estos años no se pudo obtener cifras que permitieran estimar la fracción destinada a viviendas.  
Tomado de: Cuentas Nacionales del Perú 1960-1973, Banco Central de Reserva del Perú, 1974.

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

Cuadro 3

## Inversión Bruta Real Expresada como Porcentaje del Producto Nacional Bruto

	1960	1961	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973
	(Millones de Soles constantes)													
Producto Nacional Bruto <sup>1</sup>	64,175	69,411	75,411	78,710	84,098	88,146	93,186	94,711	95,353	99,556	108,590	115,690	122,697	130,108
Inversión como porcentaje del Producto Nacional Bruto, en	(por ciento)													
Maquinaria y Equipo	8.6	10.2	11.4	11.5	9.8	11.3	12.3	11.4	9.8	9.4	9.5	9.8	9.3	10.9
Construcciones Planta	6.1	6.5	5.8	3.5	2.9	1.5	1.4	2.5	2.3	3.4	3.5			
Sub-Total	14.7	16.7	17.2	15.0	12.7	12.7	12.8	13.7	13.9	12.1	12.8			
Construcciones Vivienda	2.0	2.8	3.4	4.2	4.7	7.1	7.5	5.4	4.2	4.0	3.4	7.1 <sup>2</sup>	7.5 <sup>2</sup>	7.7 <sup>2</sup>
Sub-Total	16.7	19.5	20.6	19.2	17.4	19.9	21.2	19.3	16.3	16.0	16.4	16.9	16.8	18.5
Variaciones de Existencias	4.6	2.9	2.2	1.6	3.0	2.1	4.3	5.1	0.9	.9	.5	2.4	1.4	.8
Total Inversión Bruta	21.3	22.4	22.8	20.8	20.4	22.0	25.5	24.4	17.2	17.0	16.9	19.3	18.2	19.4

1. Cuenta Nacionales del Perú 1960-1973, Banco Central de Reserva del Perú, 1974.

2. Calculado a base del total construcciones. Para estos años no se pudo obtener cifras que permitieran estimar la fracción destinada a viviendas.

bio en su composición, aumentando el ahorro bruto de las empresas que promediaba el 64 por ciento del total en 1960-61 a más del 92 por ciento en 1971-72<sup>60</sup>. Más aún, la agudización de la represión financiera probablemente ha desacelerado la capacitación de empresarios peruanos a la vez que ha facilitado el ingreso de empresas multinacionales. Si bien en el Perú se observan esfuerzos por redistribuir los ingresos de la clase acaudalada en favor de los trabajadores industriales y empleados públicos en las zonas urbanas, aún se mantiene el énfasis en un control centralizado y excesivo manejo del sector financiero por parte del Estado.

La evidencia obtenida de esta breve revisión del desarrollo financiero peruano sugiere que, probablemente es elevado el costo de las políticas de industrialización basadas en una estrategia de represión financiera sobre los ahorros y, el otorgamiento de preferencias e incentivos dirigidos a favorecer la evolución del sector dedicado a la producción de bienes que sustituyan a los importados, mediante la concesión de altos beneficios que permitan la autofinanciación de las inversiones. En realidad, la tendencia adversa a la distribución del ingreso de esta estrategia podría condenarla a la no viabilidad política en muchos países. Puesto que esta estrategia puede considerarse como un intento por poner en práctica el bien conocido modelo "clásico" de desarrollo bajo condiciones de mano de obra excedente de Arthur Lewis (28), convendría a los economistas abocados al estudio de los problemas del desarrollo, considerar cuidadosamente si son pertinentes con situaciones reales las parábolas que resultan de simples modelos de desarrollo bisectoriales.

## NOTAS

1. Confróntese a U. Tan Wai (1), A. Bottomley (2, 3, 4) y G. Nisbet (5) para el tratado de los factores de costo que otorgan una ventaja comparativa a los prestamistas Informales en áreas rurales.

2. La imposición de inevitables topes a las tasas de interés a un nivel relativamente bajo, tiende a inhibir a los intermediarios del mercado formal de las actividades financieras donde los costos son altos. Este hecho coloca una cuña entre las tasas de los mercados formal e informal, que defacto deprime a las primeras y como resultado eleva a las segundas, al retirarse los prestatarios del mercado formal de ciertas actividades y al mayor riesgo que significa la ilegalidad de las elevadas tasas.

3. Cf. Gurley and Shaw (8, capítulo 4).

4. Suponemos que los bienes cuyas ventas al crédito son materia de la presente investigación pertenecen a las categorías de normales o superiores, de manera que las demandas derivadas por crédito son todas funciones decrecientes del precio. Aunque este supuesto podría ser inapropiado para el mercado informal financiero rural, en el que los préstamos se utilizan para costear cultivos, es realista cuando se aplica al urbano. Nóteses también que las curvas de oferta no podrán tener una pendiente negativa como resultado de los supuestos efectuados respecto a los costos.

5. La tendencia hacia una igual distribución de las probabilidades subjetivas para todos los prestamistas también la pronostica la teoría de la decisión estadística, si suponemos que todos están observando las faltas de pago generadas por el mismo proceso estocástico y que revisan sus probabilidades subjetivas de acuerdo al Teorema de Bayes.

6. Para un desarrollo teórico de la posible compensación entre el precio y la publicidad, véase a K. H. Arrow y M. Nerlove (9). Para un desarrollo similar entre el precio y el crédito confróntese a M. I. Nadiri (10).

7. Por supuesto, al comparar las distintas instituciones o grupos de las mismas desde este punto de vista se incurre en un exceso de simplificación, ya que no se está tomando en cuenta el hecho de que las consideradas en el grupo de apoyo 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, y en menor escala los de Fomento Estatal, 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 sólo complicaría el análisis sin afectar las conclusiones, justificándose, por lo tanto, su exclusión.

8. Cifras obtenidas de la Superintendencia de Banca y Seguros (14).

9. Al finalizar 1973, la banca comercial con oficina principal en Lima, excluyendo las sucursales extranjeras, estaba formada por los Bancos Popular, Internacional, Continental, Crédito, Comercial, Wiese y Lima, constituyendo los tres primeros la denominada Banca Asociada. A continuación se desglosa en términos relativos algunas cifras del balance que permiten evaluar la importancia adquirida por este grupo:

	Banca Asociada (%)	Resto %	Total (millones de soles)
Colocaciones	44.8	55.2	35,389
Inversiones	60.0	40.0	12,016
Total Activo	53.7	46.3	88,099
Depósitos a la vista	49.8	40.2	29,554
Depósitos de ahorro	38.8	61.2	9,765
Depósitos a plazo	67.5	32.5	13,906
Capital y Reservas	49.5	50.5	3,993

Fuente: Memoria Superintendencia de Banca y Seguros (14)

10. Este hecho es ratificado no sólo por las cifras presentadas en el cuadro Nº 3, sino también por las del cuadro 10-A (de la página 92), que muestra la distribución sectorial absoluta y relativa de las colocaciones de la banca comercial.

Cuadro 10-A

**Distribución Sectorial absoluta y relativa de las Colocaciones de la Banca Comercial<sup>1</sup>**

	1960		Entre 1961 y 1965		Entre 1966 y 1970		Entre 1971 y 1973	
	Absoluta*	%	Absoluta*	%	Absoluta*	%	Absoluta*	%
Agricultura	978	14.4	622	8.1	60	0.7	321	1.5
Minería	82	1.2	102	1.3	61	0.7	129	0.6
Industria	1,842	27.2	2,592	33.6	4,400	47.8	10,471	48.9
Comercio	2,781	41.0	2,958	38.4	950	10.3	4,308	20.1
Construcción	295	4.3	345	4.5	1,695	18.4	2,842	13.2
Gobierno	164	2.4	302	3.9	304	3.3	117	0.5
Diversos	642	9.5	787	10.2	2,589	28.1	3,271	15.2

\* Millones de soles.

1. Fuente: Memorias Superintendencia de Banca y Seguros (14).

11. 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 presenta en el estudio realizado por Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V. y Guillermo Gastañeta C. de A., "El Mercado Formal..." (21), capítulo 13, sección Tasas de Interés. Esta información ha sido complementada con la experiencia personal del autor, quien posteriormente a la realización de este estudio se desempeñó como funcionario de crédito de una empresa bancaria.

12. El hecho de tener un rango en el caso de los bancos comerciales podría dar la errónea impresión de que hubiese un margen operativo dentro del cual existiese el libre juego de la oferta y demanda. Se debe subrayar que a estas instituciones sólo les está permitido cobrar un máximo anual de 12 por ciento de interés más 2 por ciento de comisión, pagadero trimestralmente. El rango es consecuencia de la modalidad utilizada en el cómputo (solamente en el caso de los sobregiros se cobran al final del período, en las restantes se descuentan), los gastos adicionales autorizados (como el de derecho de crédito), impuestos sobre los intereses y otros desembolsos a los que se ve obligado a hacer frente el prestatario en la constitución de las garantías.

13. 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 véase el estudio realizado por Guillermo Garrido Lecca A. C., Manuel Cobo del Prado C., Alfredo Romero V. y Guillermo Gastañeta C. de A., "El Mercado Formal..." (21), capítulos 9 y 12, secciones Dividendo de Acciones Tipo "C" y Tasas de Interés, respectivamente. Cabe resaltar, como nota aclaratoria, que en estos cálculos de rendimiento se ha supuesto que los valores se podrán colocar a la par después de los 3 años.

14. Las entidades bancarias se ven imposibilitadas de burlar los dispositivos legales que regulan sus actividades debido al estricto control por parte de las autoridades.

15. Supuesto que simplifica la ilustración y, de otro lado, el resultado obtenido en el análisis no depende de éste.

16. Para un análisis de la racionalización del crédito considerando los efectos de la política monetaria, véase a D. M. Jaffee (23).

17. 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.

18. 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.

19. Este capítulo resume la información presentada por Guillermo Garrido Lecca A. C. y Gerald T. O'Mara en el Simposio sobre el Mercado de Capitales Peruano, realizado bajo los auspicios de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (11).

20. La financiación informal de capital accionarios y obligaciones no relacionadas a ventas de bienes presentan problemas de medición muy difíciles de abor-

dar. Sin embargo, se pudo obtener alguna información sobre préstamos, no relacionados a la compra-venta de bienes, efectuados por empresas a otras firmas, empleados y terceros.

21. Aunque estos listados no incluían el íntegro de la población, la evidencia disponible indicó que aquellas empresas no consideradas eran casi en su totalidad pequeñas. La única otra fuente de información similar era el Padrón de Registro Industrial del Ministerio de Industrias, el que resultó ser inferior a los listados de la Sociedad de Industrias y Confederación Nacional de Comerciantes, principalmente debido a que se incluían empresas cuyo registro significaba solamente una posible intención de dedicarse a cierta actividad específica en alguna fecha futura.

22. De las cuatro compañías autorizadas para ensamblar autos en el Perú (a partir de 1971), una tenía su propia compañía financiera (que se incluye en el mercado formal) y otra usaba un sistema muy especial de financiación de sus créditos comerciales, tan diferente que no tenía sentido incluir el total de ésta con el resto de información sobre el mercado informal.

23. Véase el trabajo Grupo Oferta y Demanda (12, p. 89) para el origen y metodología de estos estimados.

24. La información básica sobre la distribución regional de la población y de los ingresos proceden del censo nacional de 1961. Para ese entonces Lima y Callao poseía el 22.2 por ciento de la población y el 42.5 por ciento del ingreso nacional (of Banco Central de Reserva del Perú, 13, pg. 28). Sobre la base de las tendencias de la distribución espacial de los ingresos y la población desde 1961, se estima que para 1971 Lima y Callao poseían el 25 por ciento de la población y generaba el 50 por ciento del ingreso Nacional.

25. Los cuestionarios solicitaban a las empresas que informaran sobre la proporción de sus ventas que se efectuaban fuera del área metropolitana de Lima y Callao.

26. Muchas áreas rurales del Perú carecen de la infraestructura necesaria para la utilización de automóviles y ciertos bienes durables de consumo (por ejemplo la ausencia total o parcial de electricidad).

27. Para fines de 1971 el área de Lima y Callao poseía el 80.2% de los depósitos a la vista, de ahorro y a plazo de los Bancos comerciales y el 82.9% de los préstamos efectuados por la banca comercial. Más aún, los Bancos con sede en Lima abarcaban más del 95% de los depósitos y préstamos bancarios del Perú (cf. Superintendencia de Banca y Seguros (14)).

28. La información recopilada por el Banco Central en estos cuestionarios se utiliza en la elaboración de las cuentas nacionales.

29. Los cuestionarios del Banco Central especificaban el rubro "documentos y letras por cobrar" de clientes a corto y mediano plazo (menos de un año y entre uno y dos años). Es decir, solicitaba los montos de las obligaciones de clientes para los que se disponía de letras u otros documentos. Las cuentas de este tipo se dividían en cuentas por cobrar nacionales y extranjeras. Las cuentas por cobrar nacionales se sumaron para obtener un estimado del crédito a consumidores.

30. Véase a Nisbet (5) para una clasificación análoga de las fuentes de crédito para el mercado informal de crédito rural de Chile.

31. Los cuestionarios del Banco Central especificaban el rubro "Otras cuentas por cobrar", entre los activos a corto plazo de las que expresamente se excluyen las cuentas de clientes.

32. El cuestionario del Banco Central solicita "facturas y cuentas por cobrar" y excluye específicamente las deudas de personas que no son clientes. Sólo las cuentas por cobrar nacionales de este tipo se sumaron para derivar los estimados.

33. Véase a Cobo del Prado y Garrido-Lecca (15) para el detalle de las cifras y la metodología empleada en su obtención. Nótese que este estimado corresponde efectivamente al mercado urbano de crédito informal dado que el mercado informal rural del Perú se manejaría, por lo general, en términos de productos básicos físicos más que por intercambio de obligaciones financieras. Ver Nisbet (5) para la descripción del mercado rural informal en Chile.

34. Garrido-Lecca y O'Mara (II, A anexo III) dan una descripción completa de los métodos y fórmulas.

35. Alternativamente, podemos considerar la distribución de la variable al azar grado de riesgo del crédito como definida por intervalos de tiempo y suponer que es independiente y está idénticamente distribuida en el tiempo.

36. Rothschild y Yaari (16) han desarrollado un modelo de mercado bajo condiciones de información imperfecta en el que la variabilidad de la demanda respecto al resultado de preguntar el precio, crea conflicto entre los objetivos de definir en forma más precisa la función de demanda mediante experimentaciones con el precio y la maximización del beneficio esperado. Por lo tanto, la empresa nunca considera óptimo averiguar de manera no ambigua la función de demanda, introduciendo una variación residual, la que aún en el caso de que hubieran muchas empresas en el mercado causa una persistente variación en los precios entre éstas. El referido modelo es isomórfico a la ocurrencia de un mercado de crédito donde los prestamistas tienen probabilidades subjetivas que los conducen a clasificar a ciertos prestatarios en una clase de riesgo equivocado.

37. Si los oferentes en un mercado saben que los compradores poseen información imperfecta, Rothschild (16) ha demostrado que un precio único de equilibrio existe, pero este puede permanecer limitado por encima del precio competitivo conforme el número de oferentes tiende a infinito. Es decir, la ignorancia por parte del consumidor permite su explotación a pesar de que su ausencia no es necesaria para que exista un precio de equilibrio único. Fisher (17) y Diamond (18) también han desarrollado modelos de mercado que suponen información imperfecta y variabilidad en las maneras de búsqueda por parte del consumidor. En forma similar, la existencia de un precio de equilibrio único es establecido en cada modelo.

38. Ver Nisbet (5) para una descripción de la competencia imperfecta en el mercado informal de crédito rural debido a la dispersión geográfica de los prestamistas y al rápido aumento de los costos de adquisición de información en función de la distancia al lugar de residencia de un posible prestatario.

39. La tasa de inflación de precios (medida por el deflador implícito del producto nacional bruto) promedió el 10 por ciento para el período 1961-1971 y entrevista a ejecutivos de empresas peruanas durante 1972 revelaron que sus expectativas sobre una futura inflación de precios se concentraba alrededor del 10 por ciento.

40. Aunque estas tasas promedio son significativamente más elevadas que aquellas del 24-36 por ciento señaladas por U Tan Wai (1) en su estudio sobre las tasas del mercado informal realizado en 1957, es probable que las tasas que Wai señala se hayan computado sobre una base diferente. Es decir, probablemente se excluyeron otros cargos que se consideraron en nuestro método para calcular el costo del crédito. Más aún, existe evidencia que en algunos mercados informales prevalecen tasas mayores. Es así que Chandavarkar (19) señala tasas del mercado informal de más de 200 por ciento para Taiwan y, Kanesa-Thanan (20) indica que las tasas al público en Corea usualmente eran de 4-5 por ciento al mes (es decir, 50-60 por ciento al año). Este último también señala que las tasas coreanas oficiales reflejan la represión financiera y que la reforma financiera redujo la dependencia del mercado informal.

41. El establecimiento de una participación obligatoria de los trabajadores en el beneficio y propiedad de la empresa productora o industrial pero no en la comercial, es un poderoso incentivo para la transferencia de beneficios a las actividades comerciales de los mismos propietarios pero establecidas como entidades legalmente independientes.

42. Por cuanto la pérdida sería de aproximadamente hasta 8 por ciento del capital más sus intereses (53 por ciento de 8) que representan un 4 por ciento adicional, lo que hace un total de 11 ó 12 por ciento.

43. Para una explicación integral de proceso de la represión financiera, ver McKinnon (6, Capítulo 7) y Shaw (7, capítulo 4).

44. Para una excelente descripción de los problemas que presentan los controles múltiples al gobierno de un país en vías de desarrollo véase Little, Scitovsky y Scott (24, Capítulo 6).

45. Para una revisión cabal de las medidas de política que apoyan una industrialización sustituidora de las importaciones basada en la autofinanciación procedente de elevados beneficios industriales, referirse a Little, Scitovsky y Scott (24). Véase Bela Belassa Y Colaboradores (25) para una evaluación de los costos de la protección.

46. Véase Little, Scitovsky y Scott (24, Capítulos 2 y 3) para un análisis bien razonado y documentado de los efectos de esta política. Para una visión general de las consecuencias de una indiscriminada sustitución de importaciones ver Bruton (26).

47. Cf. McKinnon (6, capítulo 7).

48. Una comparación que incluyera el crédito informal no sujeto a las condiciones del mercado sería mucho menos significativa, aunque debería señalarse que el gran volumen de préstamos a los empleados con la garantía de los fondos indemnizatorios (9,300 millones de soles al finalizar 1971), es una adaptación interesante de las exigencias de los trabajadores urbanos por beneficios sociales a las necesidades de un sector industrial sustituidor de las importaciones orientado hacia los bienes durables de consumo. Es decir, una gran parte de los préstamos a los trabajadores se utilizan para financiar gastos de consumo, principalmente bienes durables y vivienda. Similantemente, la inclusión de los créditos a corto y mediano plazo otorgados por instituciones especializadas en los sectores de vivienda y de construcción, sólo oscurecerían los resultados de la comparación pertinente (la relación entre el crédito informal y el crédito generalizado a corto y mediano plazo).

49. Para calcular el porcentaje se tomó el crédito informal (14,900 millones de soles) en relación con la suma total neta de crédito formal e informal. (Es decir, 14,900 más 25,500 millones de soles).

50. Cabe señalar que gran parte de los 4,142 millones de soles de crédito concedidos por las cooperativas de ahorro y crédito se utilizan para financiar compras de bienes de consumo, especialmente bienes durables. Las cooperativas exigen la previa satisfacción de ciertos requisitos para la concesión de un préstamo. En muchas oportunidades la mayor demanda que oferta de fondos, ha obligado al establecimiento de listas de espera para los préstamos. En realidad las cooperativas representan una alternativa de menor costo que el mercado informal. Estas instituciones aportaron sólo el 0.2 por ciento del total de las colocaciones del sector financiero formal en 1960, aumentando rápidamente su participación al 13.0 y 10.9 por ciento los períodos 1966-70 y 1971-73, respectivamente (Capítulo III, cuadro N° 1).

51. Sin embargo, nótese que el plazo de préstamos promedio es posiblemente menor en el mercado formal, hecho que tiende a contrabalancear el efecto favorable de un mayor tamaño del préstamo sobre el costo de transacción. Es decir, el 82 por ciento de los fondos no especializados a corto y mediano plazo del mercado formal, son proporcionados por los Bancos Comerciales, que por ley están prohibidos de prestar a plazos mayores de un año, mientras que el plazo de préstamos promedio para el mercado informal se calcula en 13.7 meses (cf. Capítulo IV, cuadro N° 7).

52. En realidad, los supuestos utilizados se consideran conservadores, además de que incluyen implícitamente la ausencia de beneficios monopólicos en el mercado formal. Es probable que el verdadero residuo alcance cifras de hasta 17 ó 19 por ciento.

53. Debe reconocerse que la determinación de la cantidad óptima de créditos es un problema teórico de capital cuya solución requiere la optimización intertemporal de la empresa. En general, la firma determinará el crédito óptimo requerido con respecto a las variaciones posibles de todos los instrumentos de que dispone. Ver Arrow y Nerlove (9) para un desarrollo teórico de optimización que compara alternativas de precio y publicidad. Para una exposición similar que compara el precio y el crédito referirse a Nadiri (10). Sin embargo, el caso bajo análisis supone que el acceso al mercado de crédito formal es como una licencia que otorga el derecho a su poseedor de un cierto beneficio por unidad de crédito. Por lo tanto, la empresa demandará la cantidad máxima de crédito capaz de obtener a la tasa de interés fijada por las autoridades.

54. La estructura de propiedad de la industria peruana, que se caracteriza por el control que ejercen en varias empresas una o un reducido grupo de familias, también facilita la transferencia de los fondos prestados en el mercado formal a actividades crediticias en el mercado informal.

55. Estimado a base de las estadísticas proporcionadas por la Cámara Peruana de la Construcción.

56. Durante todo el período bajo análisis solamente se produce una fluctuación de considerable importancia en el tipo de cambio de la unidad monetaria peruana (de aproximadamente 50%), 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 las más bajas cifras de la serie analizada, conjuntamente con la variación en el tipo de cambio.

57. El total anual de recursos captados por el Banco Central Hipotecario (BCH), Cajas de Ahorro y Préstamo para Vivienda (CAPV) y la Caja de Ahorros de Lima (CAL), para los períodos 1965-1970 y 1970-73, se presentan en el cuadro 57-A.

Cuadro 57-A

**Total anual de los recursos captados y colocados por el Banco Central Hipotecario (BCH), Cajas de Ahorro y Préstamo para la Vivienda (CAPV) y Caja de Ahorros de Lima (CAL)**

	BCH	CAPV	CAL	Total
1966 — Captación	753	549	5	1,307
— Colocación	545	547	29	1,121
1967 — Captación	548	418	13	979
— Colocación	384	504	39	927
1968 — Captación	360	705	32	1,097
— Colocación	212	720	35	967
1969 — Captación	696	637	54	1,387
— Colocación	350	845	28	1,223
1970 — Captación	3,173	1,524	375	5,072
— Colocación	847	600	283	1,730
Total — Captación	5,530	3,833	479	9,842
— Colocación	2,338	3,216 <sup>1</sup>	414	5,968
1971 — Captación	2,138	1,156	451	3,745
— Colocación	955	1,546	376	2,877
1972 — Captación	2,490	958	589	4,037
— Colocación	1,274	1,071	455	2,800
1973 — Captación	2,948	734	708	4,390
— Colocación	1,793	618	594	3,005
Total — Captación	7,576	2,848	1,748	12,172
— Colocación	4,022	3,235 <sup>1</sup>	1,425	8,682

1. El total de recursos aportados por el Banco de la Vivienda del Perú es de 313 y 538 millones de soles, para los períodos 1965-70 y 1971-73, respectivamente.

58. Para evitar las implicaciones de la teoría del segundo mejor (second best), se supone 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, de acuerdo con el objetivo de la investigación se incurre en esta simplificación para aislar al mercado financiero, hecho que facilita su análisis, sin pretender implicar que se trata de la realidad peruana.

59. Se entiende por existencia nominal monetaria, aquella conformada por el dinero en manos del público más los depósitos a la vista, plazo y de ahorros en los Bancos comerciales, utilizándose el deflador del producto nacional bruto como índice del nivel de precios para el cálculo de la existencia real monetaria.

60. Cf. Banco Central de Reserva del Perú (13).

## BIBLIOGRAFIA

1. U TAN WAI, "Interest Rates Outside the Organized Money Markets of Underdeveloped Countries", **IMF Staff Papers**. V. 6 (1957), pp. 80-142.
2. BOTTOMLEY, A., "The Cost of Administrating Private Loans in Underdeveloped Rural Areas", **Oxford Economic Papers**. V. 15 (June 1963), pp. 154-63.
3. ———, "The Premiun for Risk as a Determinant of Interest Rates in Underdeveloped Rural Areas", **Quarterly Journal of Economics**. V. 77 (November 1963), pp. 637-47.
4. ———, "Monopoly Profit as Determinant of Interest Rates in Underdeveloped Rural Areas", **Oxford Economic Papers**. V. 16 (November 1964), pp. 431-37.
5. NISBET, C., "Interest Rates and Imperfect Competition in the Informal Credit Market of Rural Chile", **Economic Development and Cultural Change**. V. 16 (October 1967), pp. 73-90.
6. MCKINNON, R. I., **Money and Capital in Economic Development**. (Washington, Brookings, 1973)
7. SHAW, E. S. **Financial Deepening in Economic Development**. (New York, Oxford, 1973).
8. GURLEY, J. and SHAW, E. S., **Money in a Theory of Finance**. (Washington, Brookings, 1960).
9. ARROW, K. J. and NERLOVE, M. "Optimal Advertising Policy Under Dynamic Conditions", **Economica**. V. 19 (May 1962), pp. 129-42.
10. NADIRI, M. I., "The Determinants of Trade Credit in the U. S. Total Manufacturing Sector", **Econometrica**. V. 37 (July 1969), pp. 408-23.
11. GARRIDO LECCA, G. y O'MARA, G., **El Mercado Informal de Crédito en el Perú**, Escuela de Administración de Negocios para Graduados (ESAN), y Comisión Nacional de Valores, Lima, 1972.
12. Grupo Oferta y Demanda, Convenio de Cooperación Técnica, Estadística y Cartografía, Universidad Agraria, Perú, **Proyecciones a Largo Plazo de la Oferta y Demanda de Productos Agropecuarios Seleccionados, 1970-1975-1980**, (Lima, 1969).
13. BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERU, **Cuentas Nacionales del Perú; 1973**, (Lima, 1973).
14. SUPERINTENDENCIA DE BANCA Y SEGUROS. Memorias correspondientes a los años 1971, 72 y 73.

15. COBO DEL PRADO, M. y GARRIDO LECCA, G., **Estudio Piloto de Activos y Pasivos Financieros y sus Interrelaciones Sectoriales en los años 1965-70**, Comisión Nacional de Valores, Lima, 1972.
16. ROTHSCHILD, M., "Models of Market Organization with Imperfect Information: A survey", **Journal of Political Economy**. V. 81 (Nov. Dec., 1973). 1283-1308.
17. FISHER, F. M., "Quasi-competitive Price Adjustment by Individual Firms, A Preliminary Paper", **Journal of Economic Theory**. V. 2 (June 1970), 195-206.
18. DIAMOND, P. A., "A model of Price Adjustment", **Journal of Economic Theory**. V. 3 (June 1971), 156-68.
19. CHADAVARKAR, A., "Some Aspects of Interest Rate Policies in Less Developed Economies", **IMF Staff Papers**. V. 18 (March 1971), pp. 48-110.
20. KANESA-THASA. S., "Stabilizing an Economy: The Korean Experience". In Irma Adelman, ed., **Practical Approaches to Development Planning**. (Baltimore, Johns Hopkins, 1969).
21. GARRIDO LECCA, G., ROMERO VEGA, A., COBO DEL PRADO, M. y GASTAÑETA, G., **El Mercado Formal de Capitales en el Perú: Instituciones e Instrumentos**, Escuela de Administración de Negocios Para Graduados (ESAN) y Comisión Nacional de Valores, Lima, 1972.
22. GARRIDO LECCA, G. y O'MARA, G., **Diagnóstico sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruano**, Escuela de Administración de Negocios para Graduados (ESAN) y Comisión Nacional de Valores, Lima, 1972.
23. JAFFEE, D. M., **Credit Rationing and the Commercial Loan Market**, (N. Y. Wiley, 1971).
24. LITTLE, I. M. D., SCITOVSKY, T. and SCOTT, M., **Industry and Trade in Some Developing Countries** (New York, Oxford, 1970).
25. BELASSA, B. and Associates, **The Structure of Protection in Developing Countries** (Baltimore, John Hopkins, 1971).
26. BRUTON, H. J., "Productivity Growth in Latin America", **American Economic Review**. V. 57 (Dec. 1967), pp. 1099-1116.
27. REYNOLDS, C. W., "The Use of Flow of Funds Analysis in the Study of Latin American Capital Market Development". Paper presented at third annual meeting of the Organization of American States Capital Market Program, México, D. F., México, July 31-August 2, 1973.
28. Lewis, A., "Economic Development with Unlimited Supplies of Labour", **Manchester School**. Vol. 22 (May 1954), pp. 139-91.



**La Represión Financiera en el Perú, se terminó de imprimir en el mes de agosto de 1977, en los talleres de INDUSTRIALgráfica S. A. Chavín 45, Lima 5, Perú.**

El autor nació en Lima y en 1959 inició estudios superiores en Cornell University, Ithaca, New York, los que culmina en 1963, especializándose en Agronomía y Economía Agrícola. Luego de con traer nupcias con María del Rfo, retorna a la mis ma Universidad para cursar estudios de post-grado en Economía de la Producción y Desarrollo Económico. Considerando su larga permanencia en el extranjero, durante la cual había perdido contacto con la realidad nacional, decide postergar sus es tudios doctorales y regresar al Perú. Ingresa al Banco Central de Reserva en 1965, asumiendo tres meses después el cargo de Jefe de la Sección Mo neda y Banca del Departamento de Estudios Económicos. Paralelamente, revalida sus estudios en la Universidad Nacional de Trujillo, obteniendo el grado de Economista en Abril de 1967.

En 1968 decide iniciarse en el sector privado, ge renciando los aspectos económico-financiero de un importante grupo de empresas. En 1971-1972 asu me la cátedra de Economía en la Escuela de

Administración de Negocios para Graduados (ESAN). Es entonces que desarrolla una fecunda labor de in vestigación acerca del mercado financiero peruano, período que culmina con la publicación de varios trabajos. Al mismo tiempo se desempeña como consultor independiente asesorando a empresas de los sectores público y privado.

En 1973 es incluido en la Nómina de Consultores del BID y continúa sus estudios doctorales en University of Texas, Austin, U.S.A., especializándose en Moneda y Banca, Economía Internacional y Economía Cuantitativa. En 1975 retorna al Perú para asumir la Sub-Gerencia de Créditos y Mercado de una importan te empresa bancaria, desempeñándose paralelamente como consultor independiente y catedrático de ESAN. En la actualidad ocupa el cargo de Economista Aso ciado en la División del Bank of America en Caracas, Venezuela, encargándose del estudio y análisis de las economías de los países Centro y Sud-Americanos y del Caribe.