

## INDICE

ARTICULOS	SAMUEL HOLLANDER. Mercados precios y distribución: por qué Marshall estaba en lo correcto con respecto a Ricardo	9
	MAXIMO VEGA-CENTENO. Industrialización e industrias de pequeña escala: la experiencia peruana hasta 1980	47
	CARLOS PALOMINO SELEM. Notas sobre la intermediación financiera bancaria: El caso de la pequeña empresa	95
	MICHAEL MONTEON. América Latina, subdesarrollo y Estado rentista	113
	JUAN MIGUEL CAYO M. Gasto público y <i>crowding out</i> en una economía en desarrollo	135
RESEÑAS	MAXIMO VEGA-CENTENO. La dynamique economique de l'innovation de Mario Amendola y jean-Luc Gaffard. SOFIA VALENCIA. Market structure and innovation de Morton I. Kamien y Nancy L. Schwartz. MAXIMO VEGA-CENTENO. Industrialización en América Latina: De la "Caja Negra" al "casillero vacío" de Fernando Fajnzylber. MARIO TELLO. La hegemonía en crisis. Desafíos para la economía de América Latina de Oscar Ugarteche	157

# NOTAS SOBRE LA INTERMEDIACION FINANCIERA BANCARIA: EL CASO DE LA PEQUEÑA EMPRESA

Carlos Palomino Selem\*

## 1. INTRODUCCION

Entre los principales retos que se plantea a nuestro sistema de intermediación financiera bancaria, se encuentra el logro de la desconcentración crediticia hacia las pequeñas unidades de producción (PUP).

En este sentido el presente trabajo, primero ofrece una explicación de la concentración de los fondos hacia las grandes firmas y el racionamiento de éstos hacia la pequeña empresa desde la perspectiva de los *Costos de Operación* dentro de un entorno con alto riesgo, como el que circunda a éstas; segundo, hace énfasis en elementos respecto a los cuales deben centrarse las políticas de organización bancaria, con fines de iniciar una estrategia de penetración en dicho mercado.

La evidencia empírica en relación a los problemas de intermediación financiera hacia las pequeñas empresas se encuentran en Halvorson (1986) y Beltrán (1988), donde se hace un estudio de la experiencia contraída en el

---

\* Profesor del Departamento de Ciencias Administrativas y del Departamento de Economía en el área de finanzas y evaluación de proyectos.

Programa Multisectorial de Crédito a la Pequeña Empresa (PROPEM) desde COFIDE; en Castro & Villarán (1988), en el cual se busca sustentar una alternativa de financiamiento a micro-empresas partiendo de las Cajas de Ahorro y Crédito Municipal; y Cástañeda (1987), el cual muestra los resultados de los esfuerzos realizados por en Banco Industrial del Perú (BIP) en la acción dirigida hacia la asistencia financiera a las PUPs. Otros estudios, referidos al comportamiento de los agentes que financian a las PUPs, pero esta vez desde la perspectiva del mercado informal de capitales se encuentran en Susano (1984), Urrunaga (1987) y Thorne-Morales-Velarde (1988).

Nuestro trabajo, toma como punto de partida dichas experiencias y pretende dar una interpretación de los factores que intervienen en las decisiones de colocación de préstamos hacia este segmento del mercado por parte de los intermediarios financieros principalmente bancarios.

Para explicar el problema del financiamiento de la pequeña empresa (PE) por parte de la firma bancaria, nuestro análisis parte de considerar que ésta presenta *Deseconomías a Escala en el Costo de Operación* cuando se dirige a las PEs, debido a que su forma actual de realizar el proceso (tecnología) de captación y sobre todo de colocación de créditos no se encuentra adaptado para tratar con éste tipo de clientes. Donde los problemas relativos al riesgo de colocación vienen a tomar un segundo lugar en cuanto a su relevancia como factor de racionamiento de fondos; puesto que la evidencia empírica señala que la morosidad de cartera en las PEs es bastante baja (de 3% a 5% del total de colocaciones). En efecto, el problema de prestar a una PUP se encuentra en la rentabilidad por operación, la misma que disminuye al reducirse los costos de Operación. Por costo de operación entendemos, a los costos de información (costos de informarse acerca de sus estados financieros o la reputación comercial de la empresa), los costos de transacción y los *Costos de Administración del Crédito* al cual corresponde: el asesoramiento al prestatario, la capacitación, el seguimiento de sus operaciones y la implementación de los proyectos.

El presente estudio lo abordamos de la manera siguiente: primero presentamos la función de utilidad del prestamista, inspirada sobre la base del modelo de Tobin (1958), (1965) y Markowitz (1952); luego pasamos al análisis de la función de oferta de fondos dirigida hacia la PE, posteriormente la función de demanda de fondos del PE; posteriormente mostramos una situa-

ción de estática comparativa para el caso de una PUP y de la gran unidad de producción (GUP). Finalmente, a modo de conclusión exponemos algunas ideas de política financiera que se desprenden del trabajo.

## 2. MODELO PROPUESTO: COMPORTAMIENTO DEL INTERMEDIARIO FINANCIERO PARA EL CASO DE LA PEQUEÑA EMPRESA

### 2.1. *La función de oferta de fondos prestables por parte del intermediario financiero bancario para el caso del financiamiento de la pequeña empresa*

El presente análisis se desarrolla para el caso de las colocaciones dirigidas a la PE, a través del mercado formal de capitales; por consiguiente, excluye el estudio y la interacción con el mercado negro o paralelo.

#### 2.1a. *La función de utilidad del intermediario financiero bancario*

##### a) Supuestos

1. Los intermediarios financieros son adversos al riesgo.
2. Los intermediarios financieros son racionales.

La función de utilidad (U), como se entiende en la teoría de la decisión de portafolio (véase los trabajos de Tobin y Markowitz mencionados líneas arriba) se define como sigue:

$$U = U(i, S) \quad (1)$$

+ +

Siendo "i" la tasa de interés real de los préstamos y "S" el riesgo de colocación por préstamo. El valor de "S" puede ser menor si recurrimos en costos de información, pero nunca se puede eliminar en su totalidad.

En este sentido seguimos la clasificación de "S" establecida por Grossman & Stiglitz (1976) como sigue:

$$S = S(S1, S2) \quad (2)$$

Donde  $S_1$ , corresponde a una variable observable, cuyo conocimiento se obtiene de la información referente al prestatario, por ejemplo la situación financiera de la empresa, reputación ante sus proveedores, etc. La  $S_2$ , es una variable de riesgo no observable como la credibilidad o confianza del prestamista en los cumplimientos de repagos futuros por parte del prestatario (función de preferencias de honestidad según Jaffee & Russell 1976), y/o la evolución del entorno que hace factible honrar estos.

De otra parte, resulta conveniente mencionar como lo hacen Grossman & Stiglitz en el referido artículo, que  $S_1$  se puede convertir en una función de "i" y del tamaño de los préstamos "L":

$$S_1 = S_1(i, L) \quad (3)$$

+ +

De esta última función, se interpreta de una parte, que el riesgo depende de las tasas de interés, por lo que se puede entender que debido al nivel que tomen dichas tasas se modificará la conducta del prestamista. En efecto, cuando el prestatario presiona ofreciendo tasas de interés mayores por unidades adicionales de "L", el prestamista asume que el prestatario se torna más riesgoso puesto que aquello refleja sus crecientes necesidades de crédito por motivos de insolvencia (incapacidad de pago), a lo cual Stiglitz & Weiss (1981) denominan Efecto Selección Adversa, porque el prestamista, en lugar de prestar más por la mayor tasa de interés, hace lo contrario, reduce (raciona) el crédito. Por otra parte, el riesgo muestra una relación proporcional con el tamaño del préstamo, particularmente en el caso de la PE, así un creciente endeudamiento hace más riesgoso al cliente.

La tasa de interés cobrada a su vez se define, como lo expresa Bolton (1984), de la manera siguiente:

$$i = C + S \quad (4)$$

La variable "C" es el costo de oportunidad del capital en condiciones de certeza plena; por ejemplo, el rendimiento de los T-bill del tesoro público de los Estados Unidos; mientras que la variable "S", representa

el costo de operar en condiciones de riesgo. Es así, que los puntos de riesgo del tipo S1, que incorporan el costo por información y de control sobre la gestión administrativa del pequeño empresario en la aplicación de los nuevos fondos a invertirse en sus proyectos es lo que llamamos costos de administración de los préstamos; este último convertido para nosotros, en elemento fundamental para explicar los costos de operación.

En esta dirección las llamadas *Garantías*, son un medio de cubrir éste tipo de costos, es decir una forma de trasladar los costos de operar hacia el prestatario. Donde el valor de la garantía viene a representar el costo del quebranto; un costo alto, no por el riesgo que entraña el tamaño del endeudamiento, sino, por el valor que toma el costo de operar.

2.1b. *La función de producción y costos del intermediario financiero para el caso de la intermediación financiera bancaria a la PE*

Ahora bien, detrás de este análisis se encuentra el problema de las formas de procesar los préstamos (funciones tecnológicas de producción) distintas de acuerdo al segmento del mercado a que se dirija la firma bancaria. Mientras que  $F(k,l)$  es la función de producción para operar con una GUP;  $H(k,l)$  corresponde a una función para operar con las PEs. La tecnología en "H", expresa un estilo de trabajo que plantea una reformulación en el diseño de los sistemas de evaluación de inversiones e información, así como un cambio en la mecánica de tratar con los prestatarios, donde se enfatiza el trabajo de promoción, adiestramiento y consultoría; puesto que la pequeña empresa es una organización con un personal que posee escasa formación en el campo de la administración de los negocios, motivo por el cual el intermediario financiero en un primer momento deberá invertir recursos para compensar dichas deficiencias.

De la función "F", deducimos la siguiente función de costos (CT):

$$CT = CT(i, w, L) \quad (5)$$

Donde el costo medio (CMe) de colocar un préstamo a las PEs con la tecnología que proviene de "F", presenta el comportamiento siguiente:

$$dCMe/dL > 0 \text{ y } d^2CMe/dL^2 > 0 \quad (a)$$

Estas desigualdades implican la existencia de diseconomías a escala en las condiciones de operar préstamos para los pequeños empresarios; y ello se explica porque prestar una suma adicional a las PUPs requiere de ampliar el mercado hacia distintos segmentos, como es el caso de las micro-empresas, donde el intermediario financiero se ve en la necesidad de intensificar la labor de control del crédito, incurriéndose en inversiones con fines de diseño de sistemas de promoción, información y control de colocaciones, así como en gastos de infraestructura, lo cual eleva los costos de administración del crédito en una proporción mayor que su retorno. Debe observarse que el problema se encuentra en los costos de inversión en que se incurre cuando se cambia de "habitat", por lo tanto con el propósito de restablecer la rentabilidad de las colocaciones, la rotación de los préstamos y su recuperación debe ser acelerada. Esta es precisamente la experiencia a la que alude Polar (1987) cuando se refiere a la realización de las ganancias en el sector bancario:

"Por otra parte, es necesario tener en cuenta que la eficiencia de los bancos no debe ser medida sólo en razón del margen de ventas. También es necesario considerar el volumen de la masa monetaria en movimiento" (Polar (1987): 67)

## ***2.2. La función de oferta de fondos prestables para una PUP y una GUP introduciendo las condiciones de certeza y riesgo***

### ***2.2a. Función de oferta de fondos en condiciones de certeza***

La función de oferta de fondos en condiciones de certeza y sin imperfecciones en el mercado se representa como sigue:

$$L = L(is) \quad (6)$$

La ecuación (6), es una función lineal de "is", siendo "is" la tasa de interés sin riesgo; donde  $dL/dis > 0$  (véase la gráfica 1). El prestamista se encuentra dispuesto a prestar más en la medida que por ello le retribuyan con mayor precio.

2.2b. *Función de oferta en condiciones de riesgo*

En este caso la función es la siguiente:

$$L = L(i, S, M2) \quad (7)$$

+ + +

Donde  $i = i_s + S + c$ ;  $S$ , es el *spread* por riesgo;  $c$ , una tasa cobrada por costos de operación, de manera que  $c = c(r, w)$ ;  $r$ , costo del capital físico y  $w$  la tasa de salario.

La gráfica (2), representa tanto una función de oferta para una PUP ( $L_p$ ), como para una GUP, ( $L_g$ ). La función de oferta para una PUP, se encuentra a la derecha de la función para una GUP, dado la función de producción "F"; el motivo se encuentra en el valor de "c". El mismo que actúa como factor de racionamiento  $L1L2$  del crédito hacia la PUP dado un precio mercado de "is", independiente del efecto selección adversa (riesgo) explicado por  $L3L2$ .

2.3. *La función de demanda de fondos por la pequeña empresa*

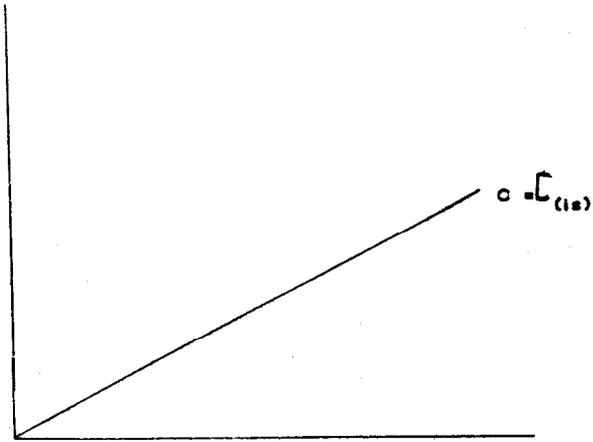
La función de demanda individual de fondos viene explicada por:

$$D = D(TIR, ro, Y) \quad (8)$$

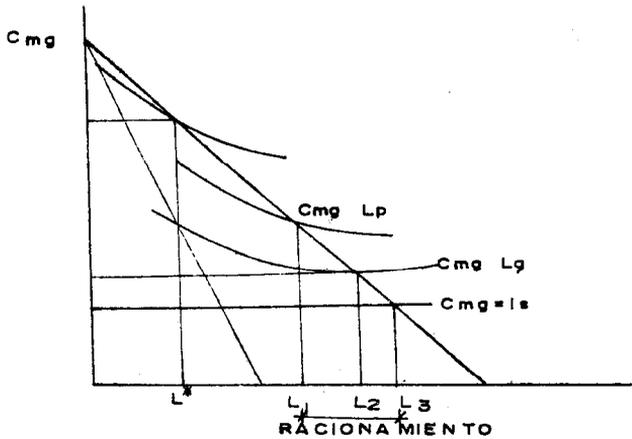
- - +

Siendo "Y" el nivel de actividad económica o de producción, es decir la demanda por motivos de transacción de acuerdo a Keynes (1936). La "ro" es el costo de oportunidad del tiempo (Rodríguez 1979). El costo del tiempo para el pequeño empresario es una variable relevante para decidirse a solicitar un préstamo en el sector formal, puesto que éste realiza actividades diversas en su negocio, impidiéndole ello invertir un tiempo para gestionar préstamos. Estudios como el de Urrunaga (1987), consideran a éste costo como un factor determinante para que el pequeño empresario recurra al mercado informal de capitales.

Cuando "ro" crece, disminuye la demanda de fondos en el mercado formal de capitales, en términos gráficos significa un desplazamiento de la curva de demanda hacia la izquierda.



**GRAFICA 1**  
**Función de costos de prestar en condiciones de certeza**



**Gráfica 2**  
**Costo marginal de prestar a una gran empresa y pequeña empresa**

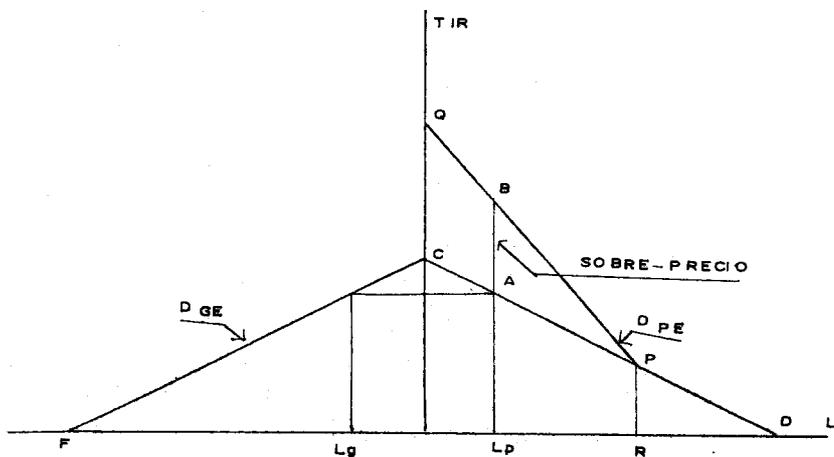
La TIR, es la tasa de rentabilidad de las inversiones en activos fijos de la firma; y su comportamiento guarda una relación inversa con respecto al volumen de demanda por préstamos; es decir a menor tasa de rentabilidad mayor es la liquidez que se demanda, porque mayor es la oportunidad de realizar inversiones fuera del negocio.

En ésta parte cabe mencionar, que nuestro esquema toma en consideración lo enunciado por McKinnon (1973) respecto al efecto activo competidor y el efecto complementario para el caso de la demanda de dinero. Esto último se da cuando:

$$TIR > r_o > i \quad (b)$$

En éstas condiciones la mejor inversión consiste en mantener saldos líquidos por parte del empresario con fines de inversión en la propia firma, por consiguiente la demanda de fondos con fines de transacción se reduce.

La gráfica (3) muestra una función de demanda individual de capitales para el caso de las PUPs (Dpe) en el lado derecho: la curva de demanda es QP. En el lado izquierdo, se encuentra la curva de demanda para una GUP



GRAFICA 3

Función de demanda de fondos por una gran empresa y pequeña empresa

(Dge), el segmento CF el cual viene a ser igual a la recta CD representa que por un monto igual de préstamos  $OL_g = OL_p$ , la gran firma está dispuesta a pagar un precio  $AL_p$ , menor en AB al que puede ofrecer una PUP, precisamente por el costo del tiempo que ésta posee; áquella suma AB es la que distingue la demanda de una PUP de la GUP.

### 3. RACIONAMIENTO EN EL MERCADO DE COLOCACIONES POR COSTOS DE ADMINISTRACION DEL CREDITO: ESTATICA COMPARATIVA

Para el análisis asumimos una situación de competencia monopolista, éste es un supuesto muy válido para la banca.

Mostramos tres situaciones de equilibrio: la primera en condiciones de certeza; la segunda simula una situación en que el intermediario financiero enfrenta a una GUP; y una tercera en la que enfrenta a una PUP en condiciones de riesgo.

En el gráfico (4) en el primer cuadrante, se muestra la curva OZ expresa el comportamiento de los ingresos provenientes del mercado. Las curvas de costos de operar en condiciones de riesgo tanto hacia las PUPs y las GUPs son respectivamente  $C_{pup}$  y  $C_{gup}$ . La recta EC representa la oferta de fondos en condiciones de certeza. La distancia entre las curvas de costos y EC, es el costo de operar en condiciones de riesgo, obteniéndose así el valor de "S" para el segundo cuadrante. La pendiente de  $C_{pup}$  es mayor que la de  $C_{gup}$  para cualquier L, en coherencia con las desigualdades (a) referidas a las deseconomías a escala.

En el cuadrante II se presenta, la relación utilidad-riesgo, curva  $S'$ . Como se observa para el tramo OA de riesgo, existe una relación proporcional entre utilidad y riesgo; pasando dicho tramo la relación es inversa, y áquello se explica por el grado de endeudamiento: efecto selección adversa. Para el caso de  $L_{pup}$  es  $S'$  toma la forma  $S''$ .

El cuarto cuadrante, muestra el mercado de colocaciones derivado del cuadrante I. Tanto  $AA'$  como  $EE'$  son las funciones de oferta (costo marginal) al que enfrenta una PUP ( $L_{pup}$ ) como una GUP ( $L_{gup}$ ) respectivamente. La función de demanda se deriva de OZ.



La función de oferta es  $AA'$ , el costo marginal del préstamo es  $Cg_2$  y la tasa pagada por el prestatario es  $Cd_2$ , explicándose una parte por el costo del dinero  $\bar{c}_1$ , y la otra por operar en condiciones de riesgo:  $C\bar{g}_2 - c_1$ ; la discrepancia entre el costo marginal del crédito al prestamista,  $Cg_2$ , y la tasa pagada por el prestatario  $Cd_2$  es producto de ejercer su poder monopólico.

### Para el caso de una PUP

El racionamiento de fondos es mayor,  $LcL_3$ ; el mismo que se explica por la imperfección en la estructura de mercado,  $LcL_1$ , y por el riesgo de operar con las PUPs, siendo el costo de operar, el elemento principal de racionamiento.

La función de oferta de fondos es  $EE'$ , es el costo marginal de la colocación ( $Cp_1$ ) es mayor que en las condiciones relacionadas a las GUP,  $Cg_2$ . La discrepancia entre tasa pagada por el prestatario  $Cd_1$  y el costo del crédito ( $Cp_1$ ) se incrementa respecto al caso de las GUP, es decir la ganancia monopólica es mayor.

En realidad el  $Cd_1$ , no necesariamente es el precio pagado por la PUP, el mercado informal de capitales puede prestar a costos menores, conduciendo al pequeño empresario a dirigirse hacia éste.

Concluyendo, el intermediario financiero termina colocando alguna suma a las PUPs:  $OL_3$ , aunque ella sea sólo limitada; racionando  $LcL_3$ , explicándose  $LcL_1$  por la imperfección en la estructura de mercado y  $LlL_3$  por costos de operación en condiciones de riesgo.

Corresponde ahora preguntarnos hasta dónde presta un intermediario financiero a una GUP; teóricamente será hasta que la rentabilidad marginal de prestar a una GUP iguale a la rentabilidad marginal de prestar a una PUP; pero ello es válido, sí y sólo sí, se dispone de fondos y  $S_2$  no asume valores elevados.

### 3.1c. *La variable $S_2$*

Un aspecto relevante que debe remarcarse es que los costos de operación no eliminan la problemática del acceso al crédito. En efecto, una variable

del tipo S2, la *Credibilidad* en el sujeto de crédito, ocupa el lugar más importante; por tal razón la metodología de trabajo de las Organizaciones No Gubernamentales (ONG) respecto a la colocación de préstamos, centra su primer paso en los los llamados grupos "Solidarios"; donde las garantías provienen del grupo por la confianza existente entre ellos. Por consiguiente, el factor decisivo para explicar el racionamiento de fondos no tiene solamente su origen en la escasez de garantías, ni en los costos de operación, sino también, en el valor que asuma la variable del tipo S2. En esta dirección, no parecería incoherente que durante un escenario macroeconómico similar al actual, algunos intermediarios financieros, tomen decisiones de un racionamiento mayor dirigido hacia las PUPs, a consecuencia de la desconfianza generada por su incapacidad futura de afrontar obligaciones producto de la recesión en sus ventas.

#### 4. OTROS FACTORES QUE MOTIVAN EL RACIONAMIENTO

Resulta pertinente señalar que al factor de costos de operación como elemento de racionamiento, debe agregarse la situación de *Represión Financiera*, como un factor importante de racionamiento para el caso peruano. En la gráfica (4) cuadrante IV, se observa que si el BCR establece una regulación estricta sobre tasas de interés del tipo "i'", se produce una contracción en la disponibilidad de liquidez a OL'. Este hecho agudiza la escasez de crédito, no sólo por el impacto en las colocaciones, sino, por su efecto respecto a la captación de depósitos.

Un control efectivo de tasas de interés activas del tipo "i'", elimina toda posibilidad de prestar a una PUP (ver gráfica 4 cuadrante IV). En dicha situación queda como única respuesta reducir el costo c1, lo cual se consigue recurriendo a líneas de financiamiento en fideicomiso y/o a los denominados programas de apoyo al sector, cuyo costo está muy por debajo de la tasa de mercado; pero por ello no escapamos del problema de los costos de operación en que tendría que incurrir el intermediario financiero para prestar; por lo tanto aún en el caso de la colocación con fondos en fideicomiso o con los programas de apoyo, el racionamiento no desaparece.

Finalmente, debemos incorporar los efectos de la inflación y la devaluación sobre el poder adquisitivo de los fondos en fideicomiso o los programas de financiamiento. Análisis de éste tipo encontramos en McKinnon (1979) y

Romer (1985). La contribución hecha por los mencionados autores, no se limita en indicar únicamente el deterioro en términos reales que sufren los fondos, sino al impacto que ejercen sobre el sistema financiero regulado que los sostiene. En este sentido hacen alusión a la distorsión que experimentan las diferencias entre tasas activas y pasivas, expresada en una brecha entre ellas que es mucho mayor a los costos en que se incurre por motivos de intermediación, lo cual se hace peligrar el proceso de ahorro-inversión, al castigar la retribución a los depósitos.

## 5. ALGUNOS LINEAMIENTOS DE POLÍTICA

Por lo expuesto en estas líneas creemos que un programa de promoción financiera dirigido hacia las PUPs debe contemplar dos aspectos: el primero relacionado con los recursos que permitan superar el problema del acceso al crédito; el segundo, centrado en los mecanismos de generación de fondos.

Algunas ideas que van en ésta dirección son las siguientes:

1. Los costos de operación de los créditos, es una variable de costos de inversión que debe ser asumida por el gobierno o los Organismos Multilaterales de Crédito (OMC) en los programas de apoyo financiero, de manera que se incentive al intermediario financiero a ingresar a la promoción sin perder rentabilidad por colocación.
2. Los costos de operación, nos conduce a pensar que el intermediario financiero, debe tomar conciencia en que el programa de promoción implica un cambio en sus formas de acercarse y operar con áquel segmento de mercado en el que se encuentran las PUPs, sustancialmente distinto al de sus clientes tradicionales.
3. La concepción de promoción financiera no debe partir de la idea de líneas o programas de crédito subsidiados; las PUPs, se encuentran en capacidad de pagar deuda a costos de mercado. El problema es el acceso, debe trabajarse sobre las variables que reducen el costos de canalización (canal de distribución) de los recursos financieros hacia las PUPs.
4. Los programas de promoción deben atacar aquellos elementos que actúan como externalidades negativas para la PUP; por ejemplo lo

relativo a los seguros de crédito o garantías. La desigualdad en la distribución de la riqueza debe ser compensada con recursos financieros provenientes del gobierno o los OMC en forma de fondos de garantía, dejando al mercado de capitales el trabajo de la formación de fondos.

5. Debe desarrollarse esquemas de financiamiento que promuevan el proceso de ahorro.

## BIBLIOGRAFIA

- BELTRAN, E.  
(1988) *Financiamiento de pequeñas unidades de producción*, Fundación Friedrich Ebert. Lima.
- BOLTEN, S.  
(1984) *Administración financiera*, Editorial Limusa.
- CASTAÑEDA, V.  
(1987) "Facilidades de financiamiento disponibles para la pequeña y mediana industria", Mimeo, Banco Industrial del Perú". Lima.
- CASTRO, F.; J. VILLARAN  
(1988) "Descentralización y democratización del sistema financiero peruano: El caso de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito", Fundación Friedrich Ebert. Lima.
- Grossman, S.; J. Stiglitz  
(1976) "Information and competitive price systems", en *American Economic Review*. Vol. 66, No 2.
- HALVORSON, R.  
(1986) "Estudio de la pequeña empresa en el Perú", Mimeo, Banco Internacional de Desarrollo y Fomento. Lima.
- JAFFEE, D.; T. Russell  
(1976) "Imperfect information, uncertainty, and credit rationing" en *Quarterly Journal of Economics*. Vol. XC, No 4.
- KEYNES, J.  
(1936) *Teoría general de la ocupación, el interés y el dinero*, Fondo de Cultura Económica.
- MCKINNON, R.  
(1973) *Money and capital in economic development*. Washington Brooking.

- MCKINNON, R.  
(1979) "Represión financiera y el problema de la liberalización dentro de los países menos desarrollados", en *Cuadernos de Economía*. No 47, abril.
- MARKOWITZ, H.  
(1952) "Portfolio selection", en *Journal of Finance*, marzo.
- MORALES, A.  
(1988) "*Mercado informal de financiamiento de la actividad productiva: Diagnóstico y sugerencias*", Fundación Friedrich Ebert. Lima.
- POLAR, A.  
(1987) "Comentarios", en *Ahorro interno y financiamiento del desarrollo*. Fundación Friedrich Ebert. Lima.
- RODRIGUEZ, C.  
(1979) "Precios máximos, mercados negros y colas: Un estudio de estructura de mercado", en *Cuadernos de Economía*. No 69, agosto.
- ROMER, D.  
(1985) "Financial intermediation, reserve requirements and inside money", en *Journal of Monetary Economics*, 16.
- STIGLITZ, J.; A. Weiss  
(1981) "Credit rationing in markets with imperfect information" en *American Economic Review*. Vol. 71, No. 3.
- SUSANO, R.  
(1984) "El mercado financiero informal peruano", en *Ciencia Económica*. Vol. VI, No. 17
- THORNE, A.  
(1988) *El mercado financiero no organizado: Determinantes de la oferta de fondos prestables: 1966-1986*, Fundación Friedrich Ebert. Lima.

TOBIN, J.  
(1958)

“Las preferencias por liquidez como comportamiento frente al riesgo”, reeditado en Mueller: *Lecturas de macroeconomía*. CECSA.

TOBIN, J.  
(1965)

“The theory of portfolio selection”, en *The theory of interest rate*. London Macmillan.

URRUNAGA, R.  
(1987)

“La represión financiera y el mercado informal de capitales: El caso de los prestamistas individuales”. Tesis para optar el grado de bachiller en economía en la Universidad del Pacífico. Lima.

VELARDE, J.  
(1988)

“El financiamiento de la actividad informal”, Fundación Friedrich Ebert. Lima.