

INDICE

ARTICULOS

- VITTORIO CORBO. Las reformas económicas en Chile: una síntesis 9
- JUAN ANTONIO MORALES. Ajuste macro-económico y reformas estructurales en Bolivia, 1985-1994 43
- LUCIA ROMERO y WALDO MENDOZA. El modelo IS-LM en una economía dolarizada 75
- GLORIA CANALES y ALAN FAIRLIE. Dinámica de precios relativos en regímenes alternativos 95
- CARLOS FERNANDO WONG. Notas sobre la estimación de prestaciones a otorgarse en el Sistema Privado de Pensiones (SPP) 121
- JORGE ROJAS. La reforma del sistema financiero peruano, 1990-1995 149
- SERGIO ZUÑIGA. Retornos accionarios y efecto tamaño: un análisis del caso chileno entre 1988 y 1991 199

RESEÑAS

- MAXIMO VEGA-CENTENO. **Matemáticas para el análisis económico** de Malaspina, J. Uldarico. ALAN FAIRLIE REINOSO. **Teoría económica empresa y desarrollo** de Gerbolini, Gian Flavio. MAXIMO VEGA-CENTENO. **Buscando salidas. Ensayos sobre la pobreza** de Iguñiz, E. Javier. 225

LA REFORMA DEL SISTEMA FINANCIERO PERUANO, 1990-1995¹

Jorge Rojas²

INTRODUCCION

El presente trabajo es la primera parte de una investigación sobre la reforma del sistema financiero peruano y busca, básicamente, hacer una descripción del proceso de reforma en sí, mientras que la segunda parte, aún en elaboración, tratará de evaluar los resultados de la reforma, haciendo uso extenso de estadísticas financieras que en esta primera parte no se trabajan. Lo que buscamos, entonces, es poder dar una idea clara de los cambios en las reglas de juego producidos por la reforma y de cómo se pasó del antiguo sistema financiero al nuevo —qué instituciones y qué instrumentos financieros

-
- 1 Este trabajo presenta algunos resultados del proyecto de investigación "Dolarización en el Perú: causas y consecuencias," que forma parte del programa de Actividades del Consorcio de Investigación Económica (CIUP, DESCO, IEP, GRADE y PUCP) financiado con una donación del centro Internacional de Investigación para el Desarrollo (CIID), y la Agencia Canadiense para el Desarrollo Internacional (ACDI).
 - 2 Profesor del Departamento de Economía de la Universidad Católica. El autor agradece los comentarios de los profesores Héctor Noejovich y Carlos Palomino (parte del documento). Varias observaciones de un árbitro anónimo han sido tomadas en cuenta. Héctor Páucar colaboró como asistente de investigación. Las opiniones vertidas y los errores que subsistan son de exclusiva responsabilidad del autor.

se crearon y cuáles se eliminaron— lo cual es una cuestión previa a cualquier evaluación del nuevo sistema financiero emergente que luego podamos hacer.

1. ALGUNOS ANTECEDENTES

Un estudio del Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos publicado en 1966, señala que, hacia comienzos de la década del 60, la intervención del gobierno y del Banco Central en la bolsa de valores, y el mercado financiero en general, era casi inexistente en el Perú (CEMLA 1966:148 y 152). Durante la primera mitad de dicha década, tal como señalan Thorp y Bertram (1978:266), el sistema financiero peruano sufrió una gran expansión, no sólo por el crecimiento de sus activos, sino también por el surgimiento de nuevas instituciones financieras. Empero, la banca sufrió también un proceso de desnacionalización, pasando los activos bancarios controlados por capitales extranjeros de 36% en 1960 a 62% en 1968. A partir de dicho año, sin embargo, empieza el fortalecimiento del rol del Estado en el sector financiero peruano con el gobierno militar, y hacia 1973 ya se había creado la banca asociada (bancos Popular, Internacional y Continental, básicamente), se había reforzado el rol del Banco de la Nación y de la banca de fomento, se había creado Cofide, etc. (Ministerio de Economía y Finanzas 1973: Cap. 5). Además de fortalecerse el rol del Estado, durante este período también se radicalizaron los controles cambiarios, se impusieron límites al rol del capital extranjero en la economía, y de manera especial en el sector financiero, y se introdujeron una serie de reglas tratando de normar la asignación de crédito por la banca, en especial la de fomento.

Después de 1975, con el alza de la inflación, el gobierno se ve forzado a subir las tasas de interés máximas, y es así que la tasa de interés anual para préstamos hasta 360 días, que había sido 14% (incluyendo comisión de 2%) hasta 1976,³ subió hasta 37.5% en 1980, y siguió subiendo hasta 92% durante segundo gobierno del presidente Belaúnde. Pero los intentos de flexibilizar los controles financieros no se redujeron al aumento de las tasas de interés, sino que también, por ejemplo, en diciembre de 1977 se autorizó a la banca local

3 Nos referimos a tasas en soles, pues en ese momento existía un estricto sistema de control de cambios.

a emitir certificados bancarios en moneda extranjera;⁴ y en 1981 se modificó el Código Civil, autorizándose los préstamos indexados al permitirse el reajuste de saldos deudores en función de un índice a ser publicado por el BCR;⁵ y hubo intentos –poco exitosos– por parte del ministro Ulloa de abrir el mercado financiero doméstico a la banca extranjera.⁶ Todas estas reformas –que incluyeron varias otras medidas como, por ejemplo, la eliminación en 1982 de la tasa de interés legal de 5% que fijaba el Código Civil desde 1936–⁷ no impidieron que entre 1983 y 1985 los depositantes perdieran el 75% del valor de sus depósitos por efecto de tasas de interés reales negativas, y que el sector privado deudor ganase al ver su deuda devaluada en un 40% como resultado de tasas activas reales también negativas (Webb 1987:73).

El nuevo gobierno del presidente García dio un importante paso atrás en el proceso de flexibilización suspendiendo en 1985 la convertibilidad de los Certificados Bancarios en Moneda Extranjera, que representaban unos US\$ 500 millones en ese momento, después de caer unos US\$ 1,200 millones en el período enero-julio de 1985 (Boletín BCR). Posteriormente, el intento de nacionalización de la banca, lanzado en julio de 1987 por el presidente García, después de dos años de estrecha colaboración con el sector privado –según lo pone Lago (1991: 281): “Antes de (julio de) 1987, la confianza y apoyo del sector privado a la política económica del gobierno (del presidente García) sólo puede ser descrita como unánime.”– y buscando quizá copiar el ejemplo mejicano donde la banca fue nacionalizada durante la crisis de 1982,⁸ condujo

4 Ver Ley 22038 de diciembre 1977, y Res. Cambiaria 015-77-EF/90 de diciembre 6, 1977. Los fondos, empero, no podían ser producto de las exportaciones y debían necesariamente provenir del extranjero.

5 Ley 23327 de Nov 24, 1981. Así, en abril de 1983 se introdujeron los certificados de depósitos reajustables (CDRs).

6 Ley 23510 de diciembre 11, 1982.

7 Ley 23413 de Jun 1, 1982. La tasa de interés legal se usa en ausencia de una tasa pactada de antemano, por ejemplo, un pagaré o una letra de cambio descontada. La Ley 23413 estableció que nueva tasa sería fijada periódicamente por BCR.

8 Y empezó a privatizarse a partir de junio de 1991, en un proceso que tomó un año. Ver artículo de Mansell Carstens (1995) en número de Comercio Exterior dedicado a la reforma financiera mexicana.

a una reacción política liderada por el escritor Mario Vargas Llosa que, aunque no logró llevar a su líder a la presidencia en 1990, se puede considerar exitosa desde el punto de vista de la banca privada: la nacionalización no se llevó a cabo y los bancos fueron convertidos en los héroes de la lucha contra el gobierno; éste es un activo político que los bancos van a utilizar por mucho tiempo.

Otro acontecimiento de importancia durante el gobierno aprista fue la hiperinflación que azotó al país desde 1988. Dicha hiperinflación –aunada a la cancelación de los depósitos en moneda extranjera desde 1985– hizo desaparecer no solamente el crédito de mediano y largo plazo –que se restringía básicamente al crédito hipotecario y algo de industrial–, sino también el financiamiento en soles. Hubo una tremenda desmonetización de la economía, así como una gran caída de la intermediación financiera agregada: según el Banco Central, el coeficiente de intermediación financiera total –liquidez incluyendo moneda extranjera como porcentaje del PBI– cayó de 14.9 a 4.3 entre 1986 y 1990 (Memoria BCR 1990: 56). Otro aspecto de la política del gobierno aprista que contribuyó a restringir el rol del sector financiero en la economía fue la actitud contenciosa del presidente García frente a la banca acreedora internacional, pues dicho enfrentamiento generó, de facto, el aislamiento financiero del país.

De todas maneras, hacia fines de los 80, el mercado financiero peruano podía ser catalogado como un ejemplo típico de lo que Ronald McKinnon (1986) denomina “represión financiera”. El crecimiento de los controles sobre la tasa de interés, el mercado cambiario, y el sector financiero en general, desde fines de la década de 1960, así lo justifican. Debemos recordar que la intervención del Estado en el mercado financiero no se restringía, en modo alguno, al control de la tasa de interés, sino que incluía una banca de fomento sectorial, una banca comercial de propiedad del Estado, un banco que tenía el monopolio de las operaciones financieras del gobierno central, gobiernos locales y empresas públicas, la más importante empresa financiera (Cofide) en manos del Estado, restricciones sobre la denominación de préstamos y depósitos, así como sobre los movimientos de capitales desde y hacia el exterior, etc.⁹

9 Morris y Polar (1994) resumen la situación como sigue: “En el pasado, los esfuerzos gubernamentales para promocionar el desarrollo económico emplearon activamente políticas como el control de las tasas de interés, la asignación directa del crédito a sectores considerados prioritarios por el gobierno y la participación estatal en el sector productivo a través de empresas públicas” (p. 11).

2. LA ELIMINACION DE LOS CONTROLES

La eliminación de los controles se inició en agosto de 1990, como parte del paquete de medidas del nuevo gobierno. Se eliminaron, en primer lugar, los controles cambiarios, liberándose el tipo de cambio, permitiéndose depósitos y préstamos bancarios denominados en moneda extranjera, así como la libre movilidad de capitales. Con estas medidas se eliminaron todos los controles que sobre el mercado cambiario se habían acumulado desde los años 60. Por otro lado, también se eliminaron los controles sobre las tasas de interés, permitiéndose a los bancos pagar y cobrar la tasa de interés que considerasen conveniente.

Esta eliminación de los controles sobre el sector financiero se encuentra en gran medida reseñada en las cartas de intención firmadas por las autoridades del gobierno con el Fondo Monetario Internacional.¹⁰ En dichas cartas las autoridades peruanas se comprometieron a, entre otras cosas, reducir o eliminar la participación del Estado en el sector financiero, suprimir los controles cambiarios, crear un sistema privado de fondos de pensiones, etc. Curiosamente, una de las cosas que no se ofrece en dichas cartas es el permitir la entrada de la banca extranjera, la cual, aunque está ingresando, no ha ganado la importancia que debería tener para competir con la banca doméstica. Algunos autores (Campodónico, Castillo y Quispe 1993:185-197) han argüido que ya en 1982 se había aprobado una ley abriendo el mercado financiero doméstico a la banca extranjera (Ley 23510 de diciembre 11, 1982), pero que la fuerte oposición de la banca doméstica a los planes aperturistas del ministro Ulloa se tradujo en trabas a nivel de Banco Central y Superintendencia de Banca y Seguros. No llama, pues, la atención que los nuevos reformadores no sean particularmente entusiastas al respecto. En 1992, por ejemplo, el Midland Bank de Inglaterra habría estado interesado en comprar el Banco Popular —o lo que quedaba de él— pero, según declaraciones a la prensa del ex-ministro Silva Ruete, las autoridades habían preferido liquidar el banco.

La eliminación de los controles es consagrada básicamente por dos medidas. Una es la nueva Ley Orgánica del Banco Central de Reserva,¹¹

¹⁰ Véase, especialmente, las cartas fechadas agosto 21 de 1991, marzo 26 de 1992, y setiembre 8 de 1992.

¹¹ Véase nueva Ley Orgánica del BCR, DL 26123 de diciembre 29, 1992, y también Memoria BCR 1992, p. 64.

vigente desde enero de 1993, la cual fija como finalidad única del Banco Central el preservar la estabilidad monetaria, y como sus únicas funciones el regular la oferta de dinero, administrar las reservas internacionales, emitir circulante e informar sobre las finanzas nacionales. Por otro lado, le prohíbe expresamente fijar regímenes de tipo de cambio múltiples, y establece que el Banco Central deberá alentar que las tasas de interés se determinen libremente, pudiendo fijar dichas tasas sólo de manera excepcional.¹² Además, se restringe fuertemente la capacidad del Banco para financiar, directamente o indirectamente, al sector público.

La otra medida que consagra la eliminación de los controles es la nueva Ley General de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros, Decreto Legislativo 770 de octubre 28, 1993. Aunque una nueva Ley de Bancos ya había sido promulgada en abril de 1991,¹³ reemplazando una ley que tenía 60 años de existencia,¹⁴ es la nueva Ley de Bancos la que señala expresamente que los bancos pueden fijar libremente sus tasas de interés (art. 17), y es, además, la que crea el concepto de banca múltiple o universal (art. 246), que da una mayor libertad a los bancos para realizar actividades que previamente no les eran permitidas.

Por otro lado, un fenómeno de extrema importancia que ocurrió como consecuencia del proceso de liberalización y de eliminación de los controles es la afluencia de capitales del exterior. Es difícil imaginar la recuperación del sistema financiero peruano sin la entrada de los US\$ 1,000-2,000 millones que han ingresado al país anualmente desde 1991. Debemos señalar que dicha afluencia de capitales —en parte resultado de la repatriación de capitales fugados a lo largo de dos décadas, y en parte producto del narcotráfico— ha venido siendo incentivada desde junio de 1988 por decretos sucesivos que han permitido a personas naturales o jurídicas ingresar moneda extranjera al país, sin

12 Aún existe una tasa máxima legal, muy alta, fijada por el Banco Central, que rige para tipificar usura, prevista en el Código Penal.

13 D.Leg. 637 de abril 24, 1991.

14 La antigua Ley de Bancos (Ley 7159), fue dada en 1931, y “sufrió innumerables modificaciones, donde la más importante es el DS 297-68-HC”. Ver Noejovich (1991), p. 2. Ver también Klingenberg (1987), pp. 37-38, y González (1992), p. 218.

especificar su procedencia ni pagar impuesto de ningún tipo.¹⁵ Es obvio que el lavado del dinero del narcotráfico tiene que haber sido favorecido por este tipo de medidas. Sin embargo, no solamente se permite la libre entrada de capitales, sino también su libre salida; de tal manera que, por ejemplo, ahorristas domésticos pueden participar en fondos mutuos del exterior a través de la banca local.

3. LIQUIDACION DE LA BANCA DE FOMENTO Y PRIVATIZACION DE LA BANCA ASOCIADA

Una de las medidas centrales del proceso de reforma del sistema financiero, y encaminada a reducir el rol del Estado en dicho sistema, ha sido la liquidación de la banca de fomento, creada desde los años 20 y con un número de bancos –Central Hipotecario (1926), Agrario (1931), Industrial (1936), Minero (1942), y De la Vivienda (1962)– que le daban una importancia significativa, sobre todo en el escaso crédito otorgado a la pequeña empresa –haciendo uso muchas veces de líneas de crédito obtenidas en el exterior–¹⁶, pero también en la captación de depósitos del público, de los cuales llegaron a manejar hasta el 16% del total hacia 1986, como puede verse en el Cuadro 1a (ver también Cuadro 1b). Aunque el gobierno no se propuso en un principio liquidar la banca de fomento, sino solamente reestructurarla y reducir su tamaño,¹⁷ la mayor libertad política que obtuvo el presidente después del autogolpe del 5 de abril de 1992 permitió al gobierno radicalizar estas medidas, y a fines de dicho año –como puede verse en el Cuadro 2– toda la banca de fomento estaba en proceso de liquidación. La premura con que se realizó este proceso dio origen, incluso, a reclamos de que no había la fiscalización necesaria, y que el proceso carecía de transparencia.

15 En realidad, este tipo de incentivo se dio originalmente en diciembre de 1977, al crearse los Certificados Bancarios en Moneda Extranjera (DL 22038 y Res. Cambiaria 015-77-EF/90). La legislación ahora vigente fue introducida por el DS 094-88-EF de junio 28, 1988, cuya vigencia fue prorrogada por varios decretos, el último, el DSE 213-93-PCM de noviembre 25, 1993, prorrogando dicha vigencia hasta junio de 1994.

16 Véase Baba Nakao (1981), sobre las líneas y fuentes de crédito de los diferentes tipo de instituciones financieras en el Perú hacia 1981.

17 Véase, por ejemplo, las cartas de intención. Ver, también, DL 25480 de mayo 9, 1992, que crea Banco de Fomento Nacional.

Cuadro 1a

Depósitos en el Sistema Financiero por Tipo de Institución, 1970-94 (Porcentajes, Fin de Período)

- (1) Banca Comercial
- (2) Banco de la Nación
- (3) Banca de Fomento
- (4) Cajas Municipales
- (5) Financieras
- (6) Cofide
- (7) Mutuales de Vivienda

| Año | (1) | (2) | (3) | (4) | (5) | (6) | (7) | Total |
|---------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-------|
| 1970 | 52 | 34 | 6 | nd | 2 | - | 6 | 100 |
| 75 | 38 | 42 | 13 | nd | 1 | nd | 5 | 100 |
| 1980 | 48 | 33 | 11 | * | 4 | 1 | 3 | 100 |
| 85 | 54 | 27 | 10 | * | 5 | 2 | 3 | 100 |
| 86 | 50 | 23 | 16 | * | 6 | 1 | 4 | 100 |
| 87 | 57 | 29 | 4 | * | 7 | * | 4 | 100 |
| 88 | 54 | 33 | 7 | * | 4 | * | 2 | 100 |
| 89 | 57 | 23 | 6 | * | 11 | * | 3 | 100 |
| 1990 | 55 | 31 | 4 | * | 8 | * | 1 | 100 |
| 91 | 70 | 19 | 4 | 1 | 5 | * | 1 | 100 |
| 92 | 76 | 21 | - | nd | 3 | * | - | 100 |
| 93 | 86 | 12 | - | 1 | 1 | - | - | 100 |
| 94(nov) | 83 | 16 | - | * | 1 | * | - | 100 |

(*) Menor que 0.5%

Fuente: SBS: Memorias, varios años; Información Financiera al Cierre del Ejercicio 1993; Información Financiera Mensual, noviembre 1994.

Cuadro 1b

**Liquidez Total en el Sistema Financiero por Tipo de Institución, 1970-94
(Porcentajes, Fin de Período)**

- (1) Banca Comercial
- (2) Banco de la Nación
- (3) Banca de Fomento
- (4) ...
- (5) Financieras
- (6) Cofide
- (7) Mutuales de Vivienda
- (8) Seguros
- (9) Cooperativas de Ahorro y Crédito
- (10) Banco Central

| Año | (1) | (2) | (3) | (5) | (6) | (7) | (8) | (9) | (10) | Total |
|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|-------|
| 1970 | 45 | 2 | 11 | 1 | - | 7 | 2 | 5 | 26 | 100 |
| 1975 | 37 | 2 | 15 | 2 | 1 | 6 | 2 | 8 | 28 | 100 |
| 1980 | 52 | 5 | 11 | 4 | 1 | 4 | * | 2 | 21 | 100 |
| 1985 | 55 | 7 | 9 | 6 | * | 3 | * | 1 | 19 | 100 |
| 86 | 50 | 5 | 8 | 7 | 1 | 4 | * | 2 | 23 | 100 |
| 87 | 46 | 4 | 8 | 6 | 1 | 4 | * | 2 | 29 | 100 |
| 88 | 46 | 8 | 5 | 4 | * | 2 | 1 | 1 | 33 | 100 |
| 89 | 47 | 4 | 6 | 12 | * | 4 | * | 1 | 27 | 100 |
| 1990 | 52 | 6 | 5 | 8 | * | 1 | * | 1 | 26 | 100 |
| 91 | 65 | 2 | 4 | 5 | - | 2 | * | 5 | 17 | 100 |
| 92 | 71 | 2 | 2 | 4 | - | 1 | * | 5 | 16 | 100 |
| 93 | 78 | 2 | 1 | 2 | - | * | * | 3 | 13 | 100 |
| 94** | 80 | 2 | 1 | nd | nd | nd | nd | nd | 15 | 100 |

(*) Menor que 0.5%

(**) Cifras estimadas usando la Nota Semanal del BCR como fuente.

Nota 1: En este cuadro sólo se consideran las obligaciones con el público, omitiéndose los depósitos entre instituciones financieras.

Fuente: Banco Central de Reserva: Perú: Compendio de Estadísticas Monetarias, 1959-1994; y Nota Semanal, febrero 2, 1995.

Cuadro 2

Disolución de Bancos y Financieras desde 1990

| Institución | Fecha de Intervención | Fecha de Disolución |
|--------------------------|--|----------------------------|
| Bancos | | |
| Banca de Fomento: | | |
| Bco Agrario | Nov 91 | May 92 |
| Bco Industrial | Nov 91 | May 92 |
| Bco Minero | Nov 91 | May 92 |
| Bco de la Vivienda | Nov 91 | May 92 |
| BC Hipotecario | Jul 92 | Ago 92 |
| Banca Comercial: | | |
| Caja Ahorros Lima | Ene 92 | May 92 |
| Bco CCC | Mar 92 | Mar 92 |
| Bco Popular | Nov 92 | Dic 92 |
| Banca Regional: | | |
| Bco Amazónico | Absorbido por Bco Continental, Oct 92 | |
| Bco De los Andes | Absorbido por Bco Continental, Oct 92 | |
| Bco NorPerú | Absorbido por Bco Continental, Oct 92 | |
| Surmeban | Absorbido por Bco. de la Nación, Set 92 | |
| Financieras | | |
| F del Sur (Finsur) | Set 92 | (*) |
| PeruInvest | May 92 | May 92 |
| Andina | Disuelta antes de Jul 90 | |
| Fincoper | Disuelta antes de Jul 90 | |
| Nacional | Convertida en Bco del Libertador, Jun 94 | |
| Progreso | Convertida en Bco del Progreso, Ago 90 | |
| Sudamericana | Convertida en Bco Sudamericano, Ene 93 | |
| PromoPer | Convertida en Bco Banex, Abr 92 | |

(*) Es administrada por la Caja de Pensiones Militar Policial desde enero 1993.
 Fuente.: Superintendencia de Banca y Seguros.

La Banca Asociada, por otro lado, era la denominación dada a la banca comercial de propiedad del Estado, con excepción del Banco de la Nación, que tenía un régimen especial. Dicha Banca Asociada, empezó a surgir hacia 1970, y hacia 1990, estaba compuesta por una serie de bancos –Banco de Comercio, Continental, Interbanc, Popular y Surmeban–, de los cuales ya no queda ninguno en manos del Estado. Los últimos en ser vendidos fueron Interbanc, por US\$ 51 millones, en julio de 1994, y el Banco Continental, o un paquete del 60% de las acciones del banco, por US\$ 256 millones, en abril de 1995.

Por otro lado, gran parte de la Banca Regional había terminado en manos del Estado, y también era parte de la Banca Asociada –bancos De los Andes, NorPerú, Amazónico y Surmeban–, mientras otros dos –Banco Regional del Norte y Banco del Sur– permanecían en manos privadas. Con la reforma, los cuatro bancos regionales propiedad del Estado fueron absorbidos por el Banco Continental en 1992 (ver Cuadro 2), y los otros dos pasaron a ser parte de la banca múltiple, pues el Decreto Legislativo 770 ya no contiene un tratamiento especial para la banca regional.

4. LIQUIDACION DE LAS MUTUALES DE VIVIENDA Y DE LA BANCA PARALELA

Pero el proceso de reforma financiera no sólo buscó reducir el rol del Estado en el sector financiero, sino que también buscó eliminar otros tipos de instituciones en las cuales los ahorristas peruanos habían buscado refugio ocasionalmente. Un primer tipo de institución, las mutuales de vivienda, había surgido inicialmente alrededor de 1960, y había alcanzado su apogeo durante la primera mitad de la década de 1970, cuando llegaron a captar entre 5% y 6% de los depósitos totales en el sistema financiero peruano (véase Cuadro 1a y 1b). Sin embargo, durante el período hiperinflacionario de 1988-90 las mutuales no pudieron obtener autorización para operar en moneda extranjera, lo que no sólo restringió fuertemente su capacidad para obtener nuevos depósitos, sino que también encareció el costo de sus créditos al tener que recurrir a la modalidad de créditos USPAC, de poder adquisitivo constante (Rojo 1994:84-85). Un último factor que decidió la suerte de las mutuales fue la eliminación del aporte del 50% del Fondo Nacional de Vivienda, Fonavi, al sistema de mutuales, aunque el impuesto 9% a los salarios que financia el Fonavi sigue en vigencia.

De esta manera, la mayoría de las mutuales fueron intervenidas y declaradas en disolución por la Superintendencia en 1992, después de que intentos por algunas de ellas de transformarse en empresas financieras fracasasen, y en estos momentos sólo permanece en funcionamiento la Mutual Naval (véase Cuadro 3). Finalmente, aunque muchas mutuales fueron acusadas de malos manejos, pero muy pocos ex-directivos parecen haber sido condenados por la justicia.¹⁸

Un segundo tipo de institución que fue eliminado por la reforma del sistema financiero fue el de la banca paralela, informal. Según Marthans (1993: 83-85), este tipo de actividad no cayó, sino creció, con la liberalización financiera después de 1990, en razón, básicamente, de los elevados márgenes financieros de la banca formal. En todo caso, según Cáceres y Nagamine (1991:50), recién la nueva Ley de Bancos, Decreto Legislativo 637 de abril de 1991, dio facultades al Superintendente de Bancos para intervenir la banca paralela. De las instituciones en esta área, el Centro Latinoamericano de Asesoría Laboral, CLAE, fue la más importante, y llegó a contar con más de 170,000 ahorristas, e incluso jugó un rol en el sector bancario formal, pues durante un tiempo fue accionista del Banco de Comercio, banco actualmente en manos de la Caja de Pensiones Militar-Policial, y con problemas financieros. CLAE logró eludir las restricciones legales existentes, y accedió al mercado financiero mediante la emisión de letras denominadas en moneda extranjera y con una tasa de interés implícita exageradamente alta, lo cual, para disgusto de los bancos, atrajo a muchos ahorristas, que llegaron a depositar en dicha institución unos US\$ 600 millones, muchos de los cuales provenían de los beneficios sociales que generaron los retiros voluntarios de la administración pública.

¹⁸ El profesor Héctor Noejovich nos explicaba esto de la siguiente manera: "Formalmente ninguna mutual quebró; por ende no puede abrirse procesos por delitos de quiebra fraudulenta y/o negligente. La figura penal más aproximada es la administración fraudulenta, pero ni la policía ni los jueces tienen la formación y experiencia necesaria para evaluar este tipo de delitos".

Cuadro 3

Disolución de Mutuales de Vivienda desde 1990

| | Fecha de Intervención | Fecha de Disolución |
|-----------------------|--------------------------|------------------------|
| En Lima: | | |
| Asincoop | Feb 91 | Dic 91 |
| Metropolitana | Jul 92 | Nov 92 |
| Naval | n.d. | n.d. |
| Perú | Jun 92 | Jun 92 |
| Puerto-Pueblo | Dic 90 | Dic 91 |
| Santa Rosa | May 92 | Jun 92 |
| En Provincias: | | |
| Arequipa | Jul 92 | Dic 92 |
| Cusco | Jun 92 | Nov 92 |
| Chiclayo | May 92 | Ago 92 |
| Del Centro (Junín) | Jul 92 | Oct 92 |
| Ica | Nov 91 | Ago 92 |
| Loreto | Jun 92 | Feb 93 |
| Panamericana | | Abr 93/Feb 94 |
| Piura | Feb 94 | Mar 94 |
| Tacna | Nov 93 | Nov 93 |

Fuente: Superintendencia de Banca y Seguros

De esta manera, CLAE fue intervenida inicialmente por la Superintendencia de Banca y Seguros en abril de 1993, pero, al parecer forzada por la reacción del público, la SBS tuvo que suspender esta intervención después de una semana. El forcejeo procedió durante algunos meses, durante los cuales CLAE trató de formalizar su status legal, pero la SBS no aceptó los documentos presentados por CLAE buscando probar que disponía del capital suficiente para convertirse formalmente en una empresa financiera o en un banco. Este forcejeo, por otro lado, indujo también a los ahorristas de CLAE a cancelar sus

depósitos, y CLAE fue finalmente intervenida y disuelta en 1994. Previamente, en diciembre de 1993, su jefe había sido destituido de la presidencia del Banco de Comercio.

El caso de CLAE no ha sido el único caso de importancia de este tipo en los últimos años. Tres años antes, en 1990, se cerró Representaciones Financieras S.A. (Refisa), que operaba de manera muy similar a CLAE—aunque con mucho menos años de experiencia que ésta— y que también defraudó a unos cinco mil ahorristas con unos cinco millones de dólares. De alguna manera, sin embargo, el caso Refisa no llegó a tener las connotaciones políticas que adquirió el caso CLAE en su momento.

5. REDEFINICION DEL ROL DEL BANCO DE LA NACION Y DE COFIDE

Como ya hemos visto, dentro de los tipos de instituciones eliminadas por la reforma financiera, buscando reducir el rol del Estado en el sector financiero, han estado la banca de fomento y la banca asociada. Sin embargo, han habido dos instituciones, propiedad del Estado, que no han sido eliminadas ni privatizadas, si bien sus roles han sido redefinidos y juegan ahora un papel menos importante: el Banco de la Nación y la Corporación Financiera de Desarrollo, Cofide.

El Banco de la Nación fue creado como agente financiero del Estado en 1966, en base a la Caja de Depósitos y Consignaciones, de propiedad privada. Durante la década del 70, el Banco de la Nación creció fuertemente (ver Cuadro 1a y 1b). Este crecimiento estuvo relacionado con el paralelo crecimiento del Estado durante esos años, y por el hecho de que, además de estar facultado a funcionar como un banco comercial, los organismos del sector público debían, obligatoriamente, realizar sus operaciones financieras a través del Banco de la Nación, el cual, además, monopolizaba la recepción del pago de impuestos. Sin embargo, el nuevo Estatuto del Banco de la Nación, en vigencia desde enero de 1994,¹⁹ determina que el Banco deje de funcionar como banco comercial (ya no puede dar créditos), deja de tener el monopolio de las operaciones financieras del sector público, limitándose en adelante al

¹⁹ Véase DS 07-94-EF de enero 26, 1994.

cobro de impuestos y operaciones de pagaduría. Todo esto implica una tremenda reducción del rol que venía ejerciendo el Banco.

Cabe señalar, además, que en el caso de la redefinición del rol del Banco de la Nación, el BID y el Banco Mundial parecen haber tomado especial interés en que dicha redefinición –y aun su desactivación– se produzca, habiendo condicionado el desembolso de un crédito a las medidas que se tomarían al respecto.²⁰ Por otro lado, sin embargo, la magnitud de la infraestructura física del banco –más de 400 oficinas en todo el país, la mayoría de las cuales son la única oficina bancaria de la localidad donde se encuentran–, hizo que el gobierno se viese forzado, en junio de 1994, a dar un decreto de emergencia por el cual se autoriza al Banco de la Nación a dar servicios bancarios en calidad de corresponsal de otras entidades del sistema financiero, en las localidades donde dichas entidades se lo soliciten ²¹.

En el caso de Cofide, empresa financiera del Estado creada en marzo de 1971, su función ha sido reducida, desde agosto de 1992, a la de captar líneas de crédito en el exterior, especialmente de los organismos multilaterales, para colocar dichos préstamos en el país a través, básicamente, de los bancos²². Medidas adicionales han sido tomadas para transferir al Estado la cartera de créditos directos aún en manos de Cofide, para así facilitar su acceso a líneas de crédito en el extranjero. De esta manera, Cofide ya no puede competir con la banca privada por los depósitos del público. En su rol de banca de segundo piso, Cofide está realizando una tarea importante, la cual, por falta de experiencia o de interés, no es asumida por la banca privada, cual es captar crédito de largo plazo en el extranjero²³.

20 Ver, por ejemplo, el diario Gestión, diciembre 3, 1993, p. 32.

21 Véase Decreto 31-94-EF de julio 12, 1994.

22 Véase DL 25694 de agosto 28, 1992.

23 Puede verse más sobre nuevo rol de Cofide en punto 7.4 sobre nueva banca de segundo piso.

6. REESTRUCTURACION DE LAS FINANCIERAS Y LAS COOPERATIVAS

Las primeras financieras empezaron a crearse en el Perú hace unos 50 años, cuando también empezaron a surgir en otros países de América Latina (Tamagna 1963:10-11). Estas empresas participaban de un segmento del mercado –crédito de largo plazo (más de un año)– al que la banca comercial no pudo acceder hasta 1991, si bien casi todas las empresas financieras estaban asociadas con algún banco, de tal manera que cada banco tenía su financiera. De todas maneras, había también financieras independientes. Las empresas financieras –después de haber llegado a captar el 11% del total de los depósitos en el sistema financiero peruano en 1989 (véase Cuadros 1a y 1b)– también se vieron afectadas por la hiperinflación y la crisis económica del período 1988-90, pero en menor medida que las mutuales de vivienda. Con el proceso de reforma, algunas financieras buscaron su conversión en bancos, y otras desaparecieron (ver Cuadro 2). La mayoría de las financieras aún en actividad están asociadas a algún banco comercial.

Por otro lado, en el caso de las cooperativas de ahorro y crédito, si bien éstas no han sido eliminadas, han visto su ámbito de acción fuertemente restringido pues muchas han desaparecido, y las que quedan se han convertido en entes cerrados que sólo pueden operar con sus socios, sin recibir depósitos ni dar préstamos al público en general. Las cooperativas empezaron a ser reguladas en 1964 por la Ley General de Cooperativas N° 15260.²⁴ Según un censo realizado por INCOOP, a junio de 1981 existían 392 cooperativas de ahorro y crédito en todo el país, siendo las más importantes Santa Elisa, Coopermartín, Personal Subalterno de la G.C., Alas Peruanas, Cooperativas Hijos de Ancash, y otras de provincias (Banco Central 1983:50). Según Romero (1986:3), en 1972 habían 522 cooperativas de ahorro y crédito en todo el país.

El Decreto Legislativo 770 (Sección Sexta, Título VI) estableció en 1993 que las cooperativas de ahorro y crédito sólo podrán operar con recursos del público –recibir depósitos– si están autorizadas para ello por la SBS, pero hasta el momento ninguna ha sido autorizada. En todo caso, se requiere un capital

24 Ver Ley 15260 de diciembre de 1964, modificada por D.Leg. 85 de mayo 20, 1981. Ver también Texto Unico Ordenado de julio de 1991.

mínimo que es igual a 1/11 del requerido a los bancos), y en ese caso podrán operar sólo dentro de la provincia donde hayan sido constituidas.

7. NUEVAS O RENOVADAS INSTITUCIONES EN EL MERCADO FINANCIERO

Si bien con la reforma financiera han desaparecido algunos tipos de instituciones financieras –banca de fomento, banca asociada, mutuales de vivienda y banca paralela– y se ha restringido el rol del Banco de la Nación y de las cooperativas de ahorro y crédito, ha habido también algunos otros tipos de nuevas instituciones que han surgido con la reforma. Nos referimos, básicamente, a la banca múltiple (esto es, la antigua banca comercial con sus nuevas capacidades), la nueva banca de segundo piso (Cofide), los bancos extranjeros, el sistema privado de pensiones, así como las cajas rurales. Nos referiremos aquí también a instituciones que no son nuevas, pero que de alguna forma ven reforzado su rol, tales como las cajas municipales y, por su gran expansión desde 1990, la Bolsa de Valores de Lima.

7.1 La Banca Múltiple y los Nuevos Bancos Extranjeros

El concepto de banca múltiple fue introducido por la nueva Ley de Bancos de octubre de 1993 (D.Leg. 770, art. 246), y es, simplemente, una manera de decir que la banca comercial en el Perú puede hacer ahora muchas de las cosas que antes no le eran permitidas. La ampliación del abanico de posibilidades abiertas a los bancos, sin embargo, ya había empezado con la ley de abril de 1991 (D.Leg. 637), y lo que se está haciendo es seguir la tendencia hacia el “universal banking”, muy difundida en otros países que han experimentado reformas financieras, y cuya creciente importancia en el mundo es señalada, por ejemplo, por Vittas (1992:Cap. 1).

Un primer campo nuevo en el que pueden entrar los bancos como consecuencia de la reforma financiera es el crédito de largo plazo, y una posibilidad en esta área es la emisión de letras hipotecarias; anteriormente, el negocio de las operaciones inmobiliarias había estado mayormente en manos del Banco Central Hipotecario, el Banco de la Vivienda y las mutuales. Un segundo campo abierto a los bancos con la reforma financiera es el de la emisión de bonos, pagarés y certificados negociables, así como la suscripción

transitoria de primeras emisiones de valores, con garantías parcial o total de su colocación (underwriting).²⁵ Una tercera área abierta a los bancos —afianzando el acceso de la banca al negocio bursátil— es la de actuar como agentes de bolsa y administradores de fondos mutuos, para lo cual deben constituir las subsidiarias respectivas.²⁶ Además, las nuevas leyes de bancos han hecho posible —o explicitado la posibilidad— de que los bancos pudieran en adelante, entre otras cosas, otorgar préstamos en sindicación, operar en moneda extranjera, servir de agentes financieros para la colocación en el país de recursos externos, prestar servicios de asesoría financiera, y realizar operaciones de arrendamiento financiero (financiamiento). Por otro lado, la autorización para operar en dólares, aunque no es un privilegio especial de la banca pues, dentro de las instituciones financieras, sólo las AFPs están impedidas de hacerlo, es también una facultad muy importante para los bancos, y es obvio que su expansión hubiese sido frenada de no haber tenido dicha facilidad, siendo testimonio de ello la actual dolarización de activos y pasivos bancarios en general.

En resumen, los bancos hoy en día pueden realizar un número mucho mayor de operaciones que hace algunos años, y su participación en el mercado en relación a otros tipos de instituciones financieras ha crecido en gran medida, habiendo por lo menos duplicado su participación en el total de los depósitos entre 1975 y 1994, y aumentado su participación en el sistema financiero del 50% al 80%, más o menos, entre 1990 y 1994 (ver Cuadros 1a y 1b). A pesar de todo esto, sin embargo, los bancos operando en abril de 1995 son básicamente los mismos de hace cinco años —el número total de bancos ha disminuido—, siendo los nuevos bancos, muy pequeños todos ellos, en general financieras que se han transformado en bancos. Además, los bancos no solamente siguen siendo los mismos, sino que también, en cuanto a infraestructura y personal, siguen siendo del mismo tamaño. Esto último ha redundado en una caída en la calidad de la atención al público por parte de los bancos, pues el ratio monto de depósitos (o colocaciones) por número de

25 El underwriting aún no estaba permitido por el D.Leg. 637, y sólo les fue autorizado con el D.Leg. 770, art. 247.

26 De la misma manera, esta posibilidad les fue otorgada a los bancos recién con el D.Leg. 770 (art. 250). Una rápida discusión de los pros y contras del acceso de la banca al negocio bursátil —universal banking— puede encontrarse en Freedman (1992).

trabajador ha aumentado fuertemente desde fines de 1991, tal como puede observarse en Cuadro 4²⁷. Horas de atención al público más largas, empero, deben haber compensado, al menos parcialmente, esta situación.

Debemos recordar, además, que, dentro de la banca comercial, el último banco de propiedad del Estado acaba de ser privatizado. O sea, no solamente han crecido los bancos dentro del total del sistema financiero, sino también, es la banca privada la que predomina ahora dentro del sector bancario. Lo que queremos enfatizar con esto es que la banca privada no sólo ha ganado espacio dentro del sistema bancario, sino también dentro del sistema financiero en general. Hay que agregar que, tradicionalmente, los bancos en el Perú han sido muy importantes desde tiempo atrás, especialmente como fuente de financiamiento de las empresas, las cuales generalmente han recurrido a los préstamos bancarios, y no a la emisión de bonos o pagarés comerciales, para financiar sus operaciones.

Por otro lado, en lo que respecta a los nuevos bancos, llama la atención que bancos extranjeros no hayan abierto sucursales —que, según la ley, gozan de los mismos derechos y están sujetas a las mismas obligaciones que los bancos nacionales (art. 389)— en el país,²⁸ aunque unos pocos de ellos, y de tamaño relativamente pequeño, hayan venido al país en los últimos años, pero no ha abrir sucursales, sino a abrir bancos tales como: el Banco del Libertador, formado en base a la Financiera Nacional con capitales chilenos y holandeses (junio 1994); Banco Solventa, de capitales chilenos y peruanos (marzo 1995); el Banco del Trabajo, creado por la Financiera Condell de Chile (diciembre 1994). Pero también han habido bancos locales tomados —al menos parcialmente— por capitales extranjeros: Banco de Lima, fundado en 1952 con capitales franceses (Credit Lyonnais), que tuvieron que dejar su control en 1979, pero lo recuperaron en 1993;²⁹ Interbanc, vendido en 1994 a un consorcio de capitales peruanos establecido en las Islas Caimán, International Financial Holdings; Bandesco, tomado por el grupo colombiano Gilinski en octubre de

27 Esto es algo que también mencionan Naranjo y Otero (1994:38). Por otro lado, la mala calidad de la atención es un hecho que también reconoce, por ejemplo, Felipe Morris, vicepresidente ejecutivo de Interbanc en una entrevista a *El Comercio* (mayo 21, 1995, pp. E2-E3).

28 Desde 1989, Citibank es el único banco extranjero con oficinas en Lima.

29 Sin embargo, el grupo francés está ahora liquidando su participación no sólo en el Banco de Lima, sino en otros bancos de América Latina.

1994; Banco Continental, vendido en un 60% a un consorcio formado por el Banco Bilbao Vizcaya y el grupo nacional Brescia en abril de 1995. De todos estos bancos, los más grandes son los bancos que ya existían: Banco Continental, Banco de Lima e Interbanc.

Cuadro 4
Banca Múltiple: Ratio Depósitos Totales/Número de Trabajadores
(1991-1993, Fin de Período)

- (1) Depósitos en Miles de Nuevos Soles
- (2) Número de Trabajadores
- (3) Tipo de Cambio
- (4) Depósitos/Num. de Trabajadores, en miles de US\$

| Año | (1) | (2) | (3) | (4) |
|------|------------|--------|------|-------|
| 1991 | 2,807,006 | 17,423 | 1.03 | 156.4 |
| 1992 | 5,925,713 | 17,815 | 1.63 | 204.1 |
| 1993 | 11,313,852 | 17,692 | 2.15 | 297.4 |
| 1994 | 16,468,188 | 17,322 | 2.19 | 434.1 |

Nota: Cifras incluyen Banca Múltiple y Extranjera y excluyen Banco de la Nación.
Fuente: SBS, Información Financiera al Cierre del Ejercicio, 1993 y 1994.

La presencia de esta nueva banca extranjera puede ser importante, en el sentido de que puede presentar nuevos retos a la banca nacional. Es interesante, por ejemplo, observar como la nueva banca extranjera, sobre todo de origen chileno, parece estar especialmente interesada en orientarse al crédito de consumo, un área desde siempre olvidada por la banca peruana, como lo demuestran las altísimas tasas de interés cobradas a familias de bajos ingresos por las casas comerciales dedicadas a la venta de electrodomésticos.³⁰ La banca peruana, sin embargo, va a necesitar verse enfrentada a un fuerte efecto de demostración para cambiar actitudes que ha mantenido por mucho tiempo: el hecho de que los cheques personales no tengan casi ningún uso en nuestro

³⁰ A mediados de 1994, según un cálculo hecho por nosotros, estas casas (Carsa, Yompián, etc.) cobraban un interés anual en dólares de 200%, esto es, diez veces mayor a la tasa cobrada por los bancos.

país, y que los bancos no parezcan estar interesados en solucionar este problema –aún cuando el uso de las tarjetas de crédito pueda, en alguna medida, subsanarlo– es un claro ejemplo de ello. Otro fenómeno, debemos añadir, que denota el poco interés de la banca en trabajar con pequeños ahorristas o prestatarios es la falta de estandarización de los procedimientos bancarios, aun para las operaciones más comunes, aunque en este caso los bancos pueden estar simplemente usando su nueva libertad para sacar más dinero a sus clientes menos informados.

De cualquier modo, parece clara la intención de los nuevos –y aún pequeños– bancos de origen extranjero de orientarse hacia la banca de consumo. Dentro de ellos, sin embargo, un banco como el Extebandes –de origen español– tiene una orientación distinta. De todas maneras, la existencia en este momento un segmento de la banca que se oriente claramente hacia la banca corporativa o de inversión, es algo menos claro, aunque es perfectamente posible estén planeando dirigirse a ese mercado.

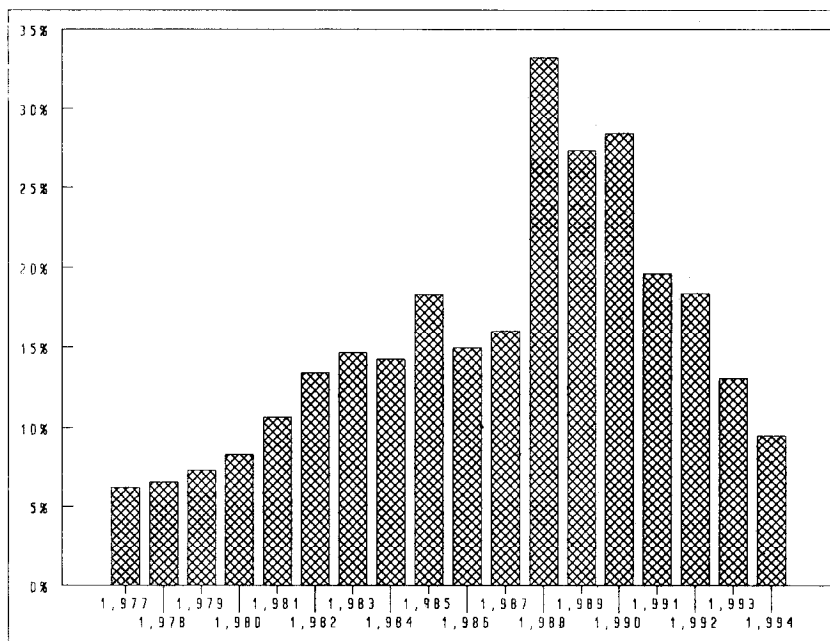
Por otro lado, debemos mencionar aquí algunos aspectos del nuevo marco regulador de la banca introducido por la reforma financiera. Tenemos que empezar señalando que algunos autores distinguen entre el marco regulador actual y el anterior, calificando de supervisión prudencial a aquélla asociada a la reforma, y regulación económica a aquélla asociada a los controles y la represión financiera (Mogrovejo 1995). En todo caso, algunos de los aspectos más importantes de la regulación contenida en el D.Leg. 770 son los siguientes: primero, el requerimiento de suficiencia patrimonial que establece que los activos y contingentes ponderados por riesgo de un banco no pueden ser mayores que 12.5 veces su patrimonio efectivo; para ello establece la ley seis categorías de activo con ponderaciones que van de cero (activos sin riesgo) a dos (muy alto riesgo). Segundo, el régimen de provisiones y clasificación de cartera, el cual distingue tres tipos de crédito (comercial, de consumo e hipotecario para vivienda) con cinco categorías cada uno (normal, con problemas potenciales, deficiente, dudoso y pérdida), estableciendo provisiones que van de cero (crédito normal) a 100% (pérdida).

Tercero, un nuevo plan contable que facilita la labor de auditorías externas. Cuarto, límites para el caso de préstamos y contingentes otorgados a personas vinculadas a la propiedad o gestión de un banco, así como también límites que previenen la concentración de riesgo en un solo prestatario o grupo de prestatarios

relacionados; también existen límites en cuanto a la tenencia de activos (acciones, bonos, etc.) y créditos otorgados a otro banco. Quinto, se ha creado en el Banco Central un Fondo de Seguros de Depósitos con cobertura limitada; los recursos del Fondo provienen de un aporte inicial del Banco Central, de primas pagadas por las entidades financieras (que no pueden exceder del 0.75% del monto de los depósitos cubiertos), multas, etc. Finalmente, contando con la opinión favorable del Banco Central, la Superintendencia de Banca y Seguros participa activamente en los procedimientos de constitución de nuevos bancos, procedimientos que constan de dos etapas: autorización de organización y autorización de funcionamiento, para pasar las cuales deben cumplir con una serie de requisitos; el Superintendente tiene gran discrecionalidad para tomar la decisión final.

Por último, ¿Cuál ha sido el dinamismo general de la banca múltiple? Aunque contestar preguntas de este tipo va a ser el objetivo de un trabajo posterior, es conveniente adelantar algún resultado. Por ejemplo, es interesante revisar el comportamiento de la serie Margen Bruto/Activos Totales que, usando información anual, hemos podido reconstruir desde 1977, y que es presentada en el Gráfico 1 (ver también Anexo al final del texto). Lo que observamos es una variable en casi continuo crecimiento hasta 1990, empujando luego el movimiento descendente. ¿Qué hay detrás de todo esto? Si examinamos separadamente las variables que componen este ratio —esto es, Margen Bruto en el numerador, y Activos Totales en el denominador— encontramos que los años en los que la serie salta hacia arriba —básicamente 1981, 1985 y 1988—, es más como resultado de una caída del denominador en términos reales —caída que puede resultar de la descapitalización o de un menor nivel de actividad la banca comercial o múltiple—, proceso que se empieza a revertir a partir de 1991, produciendo la declinación de la serie que observamos en el gráfico. Entonces, la conclusión principal a obtenerse es que hubo un gran proceso de descapitalización y/o una caída en el nivel de actividad de la banca durante la década de 1980, proceso que se está revirtiendo desde 1991. En efecto, podemos observar en el Anexo como los Activos Totales medidos al tipo de cambio del mercado libre caen de US\$ 4,500 en 1980 a menos US\$ 1,000 en 1988, y luego suben hasta más de US\$ 10,000 millones en noviembre de 1994. Debemos advertir, empero, que durante los años 1988-1990 en que la rentabilidad alcanza alrededor de 30%, el margen o spread financiero nominal también alcanza niveles récord.

Gráfico 1
Rentabilidad de la Banca Múltiple (Comercial), 1977-94
(Margen Bruto/Activos Totales)



Fuente: Véase Anexo.

Debemos anotar que en el cálculo de la serie usada en el Gráfico 1 tenemos un problema que surge del hecho de que estamos dividiendo un flujo (margen bruto) entre un stock (activos totales). Lo correcto es dividir entre el stock promedio del año, y si asumimos que éste crece a una tasa constante cada mes —dado un stock real, a causa de la inflación o, dado un nivel de precios, como resultado de inversión real— puede estimarse como la media geométrica de los stocks de fin de período del período anterior y del actual, si es que sólo disponemos de datos anuales, como es nuestro caso. Sin embargo, usualmente este método no produce buenos estimados en situaciones de alta inflación, sobre todo si dicha inflación tiene un comportamiento

asimétrico al interior del año (e.g., si la tasa de inflación crece —o decrece— mes a mes). Tomando en consideración este problema para los años 1988-1991, hemos ajustado la media geométrica por un factor que resulta de comparar la media geométrica del índice mensual de precios —esto es, la raíz cuadrada de dicho índice en diciembre, usando como base 100 al inicio del año— con la media aritmética del índice mensual de precios del año en cuestión, usando la misma base. Nótese que al proceder de esta manera estamos asumiendo que el stock real permanece más o menos constante, y que el stock nominal aumenta solamente como resultado de la inflación. La ventaja de este procedimiento es el uso implícito de la mayor información que contiene el promedio aritmético del índice mensual —pues en este caso se usa cada una de las observaciones mensuales del índice—, lo que permite desinflar tasas de rentabilidad exageradamente altas que resultan del uso de la media geométrica simple durante este el subperíodo anotado.

7.2 El Sistema Privado de Pensiones (AFPs)

Este Sistema fue creado en diciembre de 1992,³¹ y el proceso de afiliaciones se inició a través de las Asociaciones de Fondos de Pensiones (AFPs) en junio de 1993, cuando empezaron a operar cuatro AFPs, que luego se incrementaron a ocho, pero que, por fusiones producidas en 1994,³² finalmente se redujeron a seis —Integra, Horizonte, Unión, Profuturo, El Roble y Nueva Vida— de las cuales las cuatro primeras concentran el 80% del valor del fondo. La aportación de cada afiliado es de no menos del 14 o 15% de su salario.

Actualmente —abril de 1995— hay en total poco menos de un millón de afiliados, y el valor del fondo total es de unos US\$ 300 millones. Esto no tiene comparación con el sistema privado chileno que ha acumulado un fondo de casi US\$ 20,000 millones, administrado por 21 AFPs, y perteneciente a 4.7 millones de afiliados. Este tipo de comparación no produciría inquietud si es que, básicamente, el número de afiliados al sistema en el Perú continuase creciendo, lo cual no es el caso. Representantes de las AFPs han hecho conocer su preocupación en este sentido, y han propuesto, entre otras cosas, eliminar

31 DL 25897 de diciembre 6, 1992.

32 La absorción de Megafondo por Horizonte, en junio de 1994, y la fusión de Nueva Vida y Providencia, en setiembre del mismo año.

la contribución de solidaridad con el Instituto Peruano de Seguridad Social que deben hacer los afiliados al sistema privado de pensiones, que el descuento por aportación sea reducido en 3 puntos, etc. Algo que es importante mencionar, sin embargo, es que entre la comisión cobrada por las AFPs y el costo del seguro que forzosamente debe pagar el trabajador, se consume un tercio del monto descontado a los afiliados. Otro problema es el de las empresas morosas, que han descontado al trabajador el monto de su aporte al sistema, pero no han cumplido con depositar dichos montos en las correspondientes AFPs, problema que puede ser muy significativo.³³ Finalmente, otro asunto es que, al no estar obligados los nuevos trabajadores a afiliarse al sistema privado, y al ser mucho más barato afiliarse al IPSS, éstos en general prefieren la segunda opción.

Curiosamente –por otro lado– a los bancos les está prohibido participar como accionistas de las AFPs,³⁴ y sus representantes no han perdido la oportunidad de reclamar contra tal discriminación, arguyendo que no existe tal restricción para la banca extranjera.³⁵ Por otro lado, la denominación de los fondos generados por las aportaciones debe ser en moneda nacional. Esta restricción constituye la única excepción de importancia al proceso de dolarización del sistema financiero peruano.

Debemos señalar, también, que la creación del Sistema Privado de Pensiones fue una manera del gobierno de sacarse de encima una gran deuda con quienes habían aportado al Seguro Social del Perú. La ley que crea el SPP ofrece la emisión de bonos de reconocimiento para aquellos trabajadores que, después de haber aportado al sistema público un mínimo de tiempo, se trasladen al sistema privado, bonos que serían emitidos en 1995. Sin embargo, es difícil que el valor de dichos bonos, que tienen un valor real máximo –S/. 5,800 millones de diciembre de 1992–, puedan compensar a dichos trabajadores por el monto real de sus aportaciones previas.

33 El ministro de trabajo, en declaraciones, menciona 15,000 casos –supuestamente correspondientes al mismo número de empresas– de este tipo. Ver *Gestión*, febrero 27, 1995, p. 40.

34 DL 25897, art. 16. El propósito aparente es evitar que los bancos se financien desproporcionadamente con los fondos recaudados por las AFPs.

35 Véase *Gestión*, abril 13, 1994, p. 36.

7.3. Las Cajas Rurales y las Cajas Municipales

Uno de los aspectos interesantes de la reforma financiera ha sido la creación de las cajas rurales y el crecimiento de las cajas municipales, que parecen ser la única alternativa a los bancos –y a la bolsa– que se ofrece al público que requiere acudir al mercado financiero con la intención de adquirir un activo en nuestro país. La existencia de este tipo de instituciones está considerado en la Ley General (D.Leg. 770), así como lo están las mutuales y las cooperativas de ahorro y crédito; sin embargo, a diferencia de estos últimos tipos de instituciones, parecen ser las cajas –sobre todo las rurales– las que empiezan a salir adelante.

El régimen legal de las cajas rurales fue establecido originalmente en agosto de 1992,³⁶ en gran medida con la intención de buscar llenar el vacío dejado por la liquidación definitiva del Banco Agrario en mayo de ese año. La primera caja rural empezó a funcionar en noviembre de 1993, en la provincia de Camaná, Arequipa, y hasta el momento se han creado un total de ocho cajas rurales, y hay una lista de otras diez que esperan autorización para empezar a funcionar. Son instituciones relativamente pequeñas, con un capital mínimo exigible de unos US\$ 250,000, a diferencia de un banco que requiere de más de US\$ 5 millones.

Un asunto relacionado con las cajas rurales que llama nuestra atención es que, mientras lo que ha buscado la reforma financiera es eliminar todo tipo de institución especializada, en el caso de las cajas rurales un poco que se deja este criterio de lado,³⁷ por lo que estarían sujetas a un mayor nivel de riesgo. Pero el hecho de que las cajas rurales pueden ser una alternativa real para las pequeñas empresas y trabajadores independientes en el campo es algo que, por ejemplo, parece haber entendido el Banco Interamericano de Desarrollo, que ha ofrecido colocar US\$ 1 millón en cada una de ellas.³⁸

36 DL 25612 de agosto 1, 1992.

37 El inciso e del art. 28 del DL 25664 restringe el campo de operaciones de las cajas rurales al ámbito puramente rural. Debemos reconocer empero que, por un lado, esto no es equivalente a restringir el ámbito de operaciones al sector puramente agropecuario y que, por otro lado, la línea de distinción entre lo urbano y lo rural puede ser muy difícil de trazar, lo cual haría inoperante esta restricción.

38 Véase Gestión, octubre 28, 1994, p. 44.

En todo caso, una muestra de que el esquema de las cajas rurales aún no termina de funcionar es un decreto prorrogando la vigencia de los Fondos de Desarrollo Agrarios –Fondeagros– hasta diciembre de 1995³⁹. Los Fondeagros fueron creados originalmente en 1984, bajo control del Banco Agrario con el fin de financiar proyectos de infraestructura básica para el agro, preferentemente para otorgar precios de garantía y refugio en la sierra⁴⁰. Después de la liquidación del Banco Agrario pasan a ser administrados por las regiones en coordinación con Ministerio de Agricultura⁴¹. Ahora dan asistencia técnica y préstamos de corto plazo de manera muy informal a través de promotores temporales, y su cartera debe ser de unos US\$ 200 a 300 millones. Se suponía que los fondeagros debían desaparecer con el crecimiento de las cajas rurales –y, eventualmente, la creación del Banco Rural–, pero al prorrogar el gobierno su vigencia hasta diciembre de 1995 está dando a entender que las cajas rurales aún no cumplen el papel que se espera algún día cumplan.

En cuanto a las cajas municipales, éstas también han tenido un gran dinamismo, especialmente en los últimos años. Estas cajas, a diferencia de las cajas rurales, no son una creación de la reforma financiera actual, pues la primera caja –la de Lima– fue creada en 1947, iniciando sus operaciones en 1949. Además, el régimen legal vigente se estableció inicialmente en 1986⁴². Un detalle importante de dicho marco legal es que, según el Decreto Legislativo 770, las cajas municipales no son creadas por iniciativa privada, sino por acuerdo de los concejos provinciales⁴³. En todo caso, existe un total de 13 cajas de este tipo en funcionamiento –véase el Cuadro 5a– y, al igual que en el caso de las cajas rurales, son organismos extranjeros –en este caso la cooperación alemana (GTZ)– los que están desarrollando programas de apoyo para las cajas municipales. Este tipo de apoyo es el que debe haber permitido

39 Decreto de Urgencia 143-94 de diciembre 29, 1994.

40 Ley 24030 de diciembre 14, 1984, art. 134.

41 Ver, por ejemplo, Ley 25509 de Emergencia Agraria de mayo 22, 1992.

42 DS 191-86-EF de junio 4, 1986. Véase también el DS 157-90-EF de mayo 25, 1990, y DL 23039 del primer semestre de 1980.

43 D.Leg. 770, art. 423.

que el monto de los depósitos en las cajas municipales haya crecido en los últimos años a un ritmo aún más rápido que el de los depósitos en la banca comercial –ver Cuadro 5b–, pero, dada su minúscula importancia inicial, dichos depósitos aún no alcanzan a representar ni el 1% de los depósitos en la banca comercial (Cuadro 5b).

7.4. Banca de Segundo Piso: el Nuevo Rol de Cofide

A partir de 1992, la Corporación Financiera de Desarrollo, Cofide, empieza a jugar un nuevo rol, el de banca de segundo piso. De esta manera, Cofide ya no puede captar fondos domésticamente, sino solamente puede hacerlo en el extranjero, fondos que luego busca colocar en el mercado doméstico a través de la banca múltiple. Como una manera de facilitar el acceso de Cofide a líneas de crédito en el mercado internacional, el gobierno ha comprado la cartera pesada de Cofide a través del Ministerio de Economía y Finanzas⁴⁴.

Sin embargo, a partir de 1994, la banca múltiple parece perder interés en colocar este tipo de líneas de crédito, líneas que tal vez no han estado favoreciendo a la pequeña y micro empresa, pues el monto mínimo del préstamo es de US\$ 10,000. Es así que ahora, por iniciativa de Cofide, se ha dado una resolución de la SBS autorizando la creación de Entidades de Desarrollo para la Pequeña y Micro Empresa (Edpymes)⁴⁵, las cuales, por un lado, trabajarían con ese tipo de empresas, concediendo créditos, otorgando avales, descontando letras, etc., y por otro lado, recibirían líneas de financiamiento provenientes de instituciones de cooperación internacional, organismos multilaterales, empresas o entidades financieras y Cofide. Sin embargo, las Edpymes no estarán autorizadas a recibir depósitos del público, restricción que ya ha sido criticada por algún promotor de este tipo de empresas⁴⁶.

44 Sobre nuevo rol de Cofide, véase también Castillo (1994).

45 Resolución 897-94-SBS de diciembre 23, 1994.

46 Véase artículo en diario El Comercio, febrero 12, 1995, p. E1.

Cuadro 5a

Cajas Municipales de Ahorro y Crédito, Noviembre 1994

| Caja | Inicio de Operaciones | Número de Oficinas |
|---------------------------|------------------------------|---------------------------|
| Lima | 1949 | 10 |
| Piura | 1982 | 5 |
| Trujillo | 1983 | 6 |
| Santa | 1986 | 1 |
| Arequipa | 1986 | 5 |
| Sullana | 1986 | 3 |
| Maynas | 1987 | 1 |
| Cusco | 1988 | 2 |
| Huancayo | 1988 | 1 |
| Ica | 1989 | 2 |
| Paita | 1989 | 1 |
| Pisco | 1992 | 1 |
| Tacna | 1992 | 1 |
| Total de Oficinas: | | 39 |

Fuente: SBS: Información Financiera Mensual, Noviembre 1994, p. 101.

Cuadro 5b

Cajas Municipales de Ahorro y Crédito: Depósitos Totales

| | Dic 89 | ... | Dic 93 | Nov 94 |
|---|---------------|------------|---------------|---------------|
| - Depósitos Totales (Millones US\$) | 1.8 | ... | 38.5 | 50.3 |
| - Como Porcentaje de Depósitos en Banca Comercial | 0.14% | | 0.74% | 0.67% |

Fuente: SBS: Memoria, 1989, e Información Financiera Mensual, Noviembre 1994.

La creación de las Edpymes, entonces, busca facilitar el nuevo rol de Cofide, pero también suplir, en cierta medida, el rol de la liquidada banca de fomento. Sin embargo, la presentación de un proyecto de Ley por el congresista Antero Florez Aráoz (PPC), ante la Comisión de Economía del Congreso, para crear un Banco Peruano de Promoción del Desarrollo, cuya finalidad será proveer crédito exclusivamente a la pequeña y mediana empresa, y que absorbería Cofide, pone nuevamente en entredicho el rol de esta institución como banca de segundo piso.⁴⁷

7.5. El Auge Bursátil

Aunque no se trata de una nueva institución en el mercado financiero, es importante dedicar un espacio al auge de la Bolsa de Valores de Lima. El tremendo crecimiento del volumen transado en esta institución –alimentado por el ingreso de capitales desde el extranjero, pero respaldado también por una nueva Ley del Mercado de Valores⁴⁸ ha llevado a muchos a hablar de un “mercado emergente” en nuestro país. En efecto, el monto anual transado en la BVL pasó de menos de US\$ 100 millones en 1990 –rango aproximado en el que se había mantenido durante la década pasada– a US\$ 3,715 millones en 1994 (ver Gráfico 2). Por otro lado, la capitalización bursátil de la BVL –esto es, el valor de mercado de los valores inscritos en ella– pasó de poco más de US\$ 1,000 millones a fines de 1991, a más de US\$ 8,000 millones a fines de 1994 (ver Cuadro 6), aunque dicha mayor capitalización parece explicarse más por el crecimiento del precio de las acciones existentes que por la emisión de nuevas acciones.

Una razón del auge bursátil –y de la recuperación del sector financiero en general– es el comportamiento de la cuenta de Capitales de Corto Plazo y Errores y Omisiones de la Balanza de Pagos –que refleja, en parte, los ingresos de dólares producto de las exportaciones ilegales del narcotráfico– que entre 1991 y 1994 fluctuó entre los US\$ 1,200 y 1,800 millones anuales (ver Cuadro 7), muchos de los cuales deben haber llegado, directa o indirectamente, a ser invertidos en instrumentos del sistema financiero doméstico. De

47 Véase diario Gestión, febrero 14, 1995, p. 19.

48 Decreto Legislativo 755 de noviembre 8, 1991, publicado noviembre 13, 1991.

esta manera, por ejemplo, la Bolsa de Valores de Lima estima que la inversión extranjera que recibe subió de menos de US\$ 30 millones en diciembre de 1992 a más de US\$ 1,500 millones dos años después, pasando de un 1% del total de la capitalización bursátil en diciembre de 1992, a un 19% en diciembre de 1994 (ver Cuadro 6). Los datos sobre inversionistas extranjeros los obtiene la BVL de la Caja de Valores de Lima.

Sin embargo, la nueva Ley del Mercado de Valores de noviembre de 1991, también ha contribuido al auge bursátil, liberalizando el mercado de valores en varias direcciones, tal como señalan Morris y Polar (1994:21-22). Por ejemplo, se ha privatizado el manejo de las bolsas, cuyos directorios estaban previamente controlados por el Estado. Por otro lado, los agentes de bolsa deben ser personas jurídicas –dando lugar a las Sociedades Agentes de Bolsa, o SABs–, y se ha eliminado la restricción de entrada al mercado de nuevos agentes que previamente ejercía el Colegio de Agentes de Bolsa, así como los acuerdos para fijar aranceles y tarifas cobrados por los agentes. También se han definido los actos que implican el uso indebido de información en la transacción de valores, y se han especificado las sanciones correspondientes. Una de las consecuencias ha sido que –a diferencia del caso de los bancos, que ahora tienen más negocio pero hay un menor número de bancos que en 1990– ha habido un significativo incremento en el número de sociedades agentes de bolsa, que ha pasado de la docena –o menos– que había en 1990, a 40 en agosto de 1994. Todo esto a pesar que el número de empresas inscritas en la Bolsa –unas 250, con un total de unos 300 valores inscritos– no ha sufrido mayor cambio. Lo que sí ha aumentado es el número de sucursales de la BVL en el interior del país, y ahora hay sucursales en Cusco, Chiclayo, Huancayo, Ica, Piura, Tacna y Trujillo (Arequipa tiene su propia bolsa de valores).

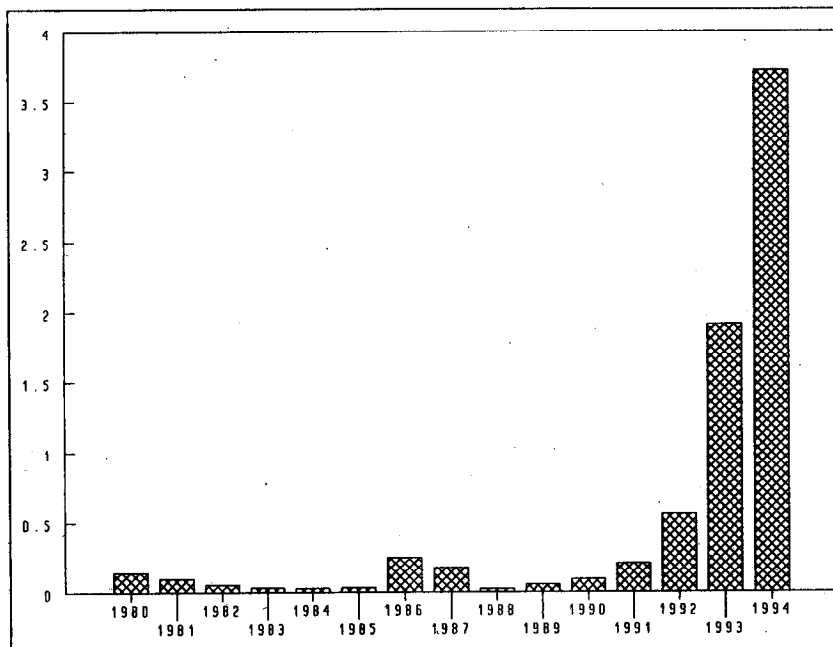
Pero, a pesar del tremendo crecimiento en el volumen –y la rentabilidad– de la Bolsa, son unas pocas acciones las que concentran el grueso del volumen transado –Compañía de Teléfonos, Banco de Crédito, Backus, CNC (propiedad de Backus), y Southern explicaron el 52.6% del volumen transado en 1993–⁴⁹, y son también unas pocas sociedades agentes de bolsa las que intermedian el grueso de las transacciones realizadas: unas cinco agencias

49 Bolsa de Valores, *Vademécum Bursátil 1994*, p. 37.

—Credibolsa, Vestcor, Argos, Seminario, y Peruval— concentran alrededor del 50% del negocio.⁵⁰

Gráfico 2

BVL: Monto Anual Negociado en Rueda de Bolsa
(Miles de Millones de US\$)



Fuente: BVL, Informes Bursátiles. Nota: Tipo de cambio de mercado libre fue usado para período en que existieron controles cambiarios.

⁵⁰ Véase Conasev: Informe Mensual Bursátil, cuadro sobre participación de sociedades agentes de bolsa.

Cuadro 6**Bolsa de Valores de Lima: Capitalización Bursátil, 1991-94
(Fin de Período, Millones de US\$)**

| Año | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Total | 1,117.9 | 2,629.8 | 5,084.4 | 8,162.5 |
| Inv. Extranjeros | n.d. | 27.2 | 686.8 | 1,558.9 |

Fuentes: BVL: Informe Bursátil 1993 e Informe Mensual, Diciembre 1994; y Conasev: Informe Mensual Bursátil, Diciembre 1994, Cuadro 21. Ver también Piazzon (1995), p. 76.

Cuadro 7**Perú: Capitales de Corto Plazo y Errores y Omisiones, 1990-1994
(Millones de US\$)**

| 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 166 | 1,809 | 1,530 | 1,218 | 1,357 |

Fuente: BCRP.

Por otro lado, existe la leve posibilidad de que el crecimiento de la BVL se vea en cierta medida frenado por el acceso a los American Depository Receipts, ADRs, por parte de algunas de las principales empresas en ella inscritas y, de hecho, algo de esto parece haber sucedido en Chile.⁵¹ Un reglamento que regula la participación de empresas peruanas en este tipo de esquemas fue aprobado por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores, Conasev, en diciembre de 1993,⁵² y dos bancos, Crédito y Wiese,

51 Ver declaraciones del presidente del directorio de la BVL en el sentido de que los ADR son "un instrumento y negocio de los bancos, inventado por ellos como una manera de generarse ingresos" (Gestión, junio 23, 1994, p. 26). Grados (1994:189, nota 9) señala también el desacuerdo de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores con este tipo de instrumentos.

ya hicieron uso de la oportunidad, y otra empresa más, Panamericana Televisión, está lista para hacerlo. Un movimiento en esta dirección podría agravar la actual percepción de que existe una sobreoferta de fondos líquidos y una escasez de valores en los cuales invertir.

Sin embargo, la bolsa limeña todavía podría crecer en base a innovaciones y creatividad. Por ejemplo, las operaciones de reporte —operaciones de crédito de corto plazo en las cuales se otorgan acciones en garantía— han sido un rubro nuevo particularmente dinámico dentro del total de transacciones que se realizan en la bolsa. Por otro lado, ya se ha aprobado una modificación de la Ley General de Sociedades con el fin de permitir a las sociedades anónimas emitir acciones sin derecho a voto,⁵³ creando de esta manera un nuevo tipo de instrumento financiero. Otra novedad es que ya hay dos fondos mutuos operando —uno denominado en dólares, Peruval, desde agosto de 1993, y otro denominado en soles, Interfondo, desde noviembre del mismo año—, aunque ninguno ha causado mayor impacto;⁵⁴ Conasev, sin embargo, anunció en octubre de 1994 que estaría otorgando licencia de funcionamiento para otros diez fondos mutuos, con lo cual podría cambiar un poco la figura.

Empero, podría existir el riesgo que, con la eliminación a fines de diciembre de 1994 del cautiverio bursátil —el cual implicaba que las acciones y valores sólo podían negociarse en rueda de bolsa—, esa informalidad omnipresente en toda la economía peruana llegue también al mercado bursátil. La ventaja que habría para realizar las operaciones en rueda de bolsa —según el presidente de Conasev, Alberto Yagui— sería que dichas operaciones están exoneradas del impuesto a la renta hasta el año 2,000, mientras las operaciones que se realicen fuera del recinto bursátil tienen que pagar el impuesto a la renta correspondiente⁵⁵. Sin embargo, el impuesto a la renta a que se refiere el presidente de Conasev sería uno que grave las ganancias de capital (“capital

53 Originalmente de mayo 13, 1985 (DS 003-85-JUS).

54 Básicamente en razón de su baja o negativa rentabilidad. Es más, el tamaño de ambos fondos, pero sobre todo el de Peruval, estuvo cayendo fuertemente en los seis últimos meses de 1994, y para diciembre el valor conjunto de ambos fondos sumaba menos de millón y medio de dólares (véase Conasev: Informe Mensual Bursátil, Diciembre 1994, Cuadro 26).

55 Ver Gestión, enero 3, 1995, p. 12.

gains tax”), impuesto que no existe en el Perú, y que es difícil que lo terminen pagando quienes realizan las operaciones fuera de bolsa.

8. NUEVOS INSTRUMENTOS EN EL MERCADO FINANCIERO

Un rasgo de la reforma financiera que más hemos tratado de enfatizar hasta el momento es que dicha reforma parece haber sido diseñada pensando en los bancos, los cuales tienen ahora no sólo una mayor libertad, sino también una mayor variedad y volumen de negocios que anteriormente. Una posibilidad que podría servir de contrapeso a dicho sesgo sería el surgimiento de nuevos instrumentos en el mercado financiero peruano. Y nuevos —o renovados— instrumentos en verdad han surgido, dentro de los cuales podemos mencionar los bonos corporativos, las letras hipotecarias, los bonos de arrendamiento financiero, y, también debemos listar acá, los esquemas de ahorro forzoso. Empero, como veremos, estos instrumentos parecen haberse convertido también en otro negocio para los bancos. Veamos estos instrumentos uno a uno.

8.1 *Los Bonos Corporativos, de Arrendamiento Financiero y Subordinados*

Los bonos fueron un instrumento por largo tiempo olvidado por las empresas en el Perú. El diario *Gestión* cita información de Ricardo Revoredo, de Argos SAB, en el sentido de que la emisión pública de bonos tal vez no había existido en el país por casi tres décadas cuando, en diciembre de 1991, el Grupo Carsa los introdujo nuevamente en el mercado⁵⁶. Desde entonces, el crecimiento efectivo de este mercado, así como su potencial a futuro, puede ser ilustrado de varias maneras. Una primera manera es comparar la primera emisión de Carsa en diciembre de 1991 con su última emisión en octubre de 1994: la primera emisión fue de US\$ 3 millones, a un año, 16% de interés, y tomó varios meses colocarla; la última emisión fue de US\$ 10 millones, a dos años, 13% de interés, y se colocó posiblemente en unas horas. Una segunda manera de ilustrar el crecimiento de este mercado es el crecimiento de las autorizaciones de emisión

56 Ver *Gestión*, 20/04/94, suplemento Dinero, pp. iv-v. Allí se mencionan emisiones realizadas entre 1961 y 1964, siendo la más importante la de bonos del tesoro (US\$ 35 millones). Otras emisiones incluían aquellas de Backus & Johnston (US\$ 2.5 millones), Corpac (US\$ 1.5 millones), Empresas Eléctricas (US\$ 879 mil), etc.

de Conasev: para 1993 habían llegado a un total de US\$ 76 millones –cuando tres años atrás habían sido inexistentes– y para 1994 el monto llega a casi US\$ 250 millones (US\$ 211 millones para instrumentos denominados en moneda extranjera, y S/. 70 millones denominados en soles)⁵⁷.

Por otro lado, existen varias maneras –distintas del ya mencionado exceso de fondos líquidos en el mercado bursátil– de explicar el rápido crecimiento de el mercado de bonos. Una primera manera es que los bonos son, básicamente, los únicos instrumentos de renta fija en el mercado, y existe, obviamente, una demanda insatisfecha por este tipo de instrumentos. Otra razón es que en 1993 se dio una ley expresa exonerando de impuestos los intereses pagados por este tipo de instrumento⁵⁸.

Uno de los efectos beneficiosos –además de incrementar la variedad de instrumentos disponibles en el mercado– del crecimiento de la emisión de bonos corporativos es, paradójicamente, hacer que los bancos se preocupen más por la pequeña y mediana empresa⁵⁹. En efecto, el Banco Wiese, uno de los bancos nacionales más modernos y dinámicos, ha hecho explícito su interés en aumentar su cartera de clientes en esa dirección, reconociendo que, en el futuro, las grandes empresas van a tender a financiarse directamente a través de la emisión de bonos, y ya no tanto a través del crédito bancario. Los bancos, sin embargo, podrían estar beneficiándose de una manera más directa aún: ellos mismos son los más grandes emisores de bonos subordinados y de bonos de arrendamiento financiero, emisiones que usan para aumentar su patrimonio, y así poder cumplir con las restricciones que impone el Decreto Legislativo 770 (art. 267) sobre el monto de colocaciones totales, el cual no puede exceder de doce veces y media su patrimonio efectivo.

57 Ver Conasev: Informe Mensual Bursátil, diciembre 1994, p. 11.

58 Ley 26201 de junio 25, 1993. La Asociación de Bancos (Asbanc) ha hecho conocer su desagrado con esta medida (véase Gestión, enero 16, 1995, p. 10)

59 O, en todo caso, que presten más atención a sus negocios extrabancarios. Asheshov (1995:108) apunta a esto cuando señala: “Alrededor del 80% del negocio bancario es intermediación financiera... pero un porcentaje mucho menor de las ganancias está allí. El resultado es que los bancos se están moviendo crecientemente hacia la banca mercantil y de inversión (investment and merchant banking)”.

El arrendamiento financiero –financiamiento leasing– es una de las operaciones que la Nueva Ley General permite realizar a los bancos,⁶⁰ aunque existe una ley, previa a la Nueva Ley General, que reglamentó estas operaciones⁶¹. Los contratos de arrendamiento financiero ofrecen ventajas a los bancos en cuanto éstos mantienen la propiedad del bien objeto del contrato, pero también ofrecen ventajas para el prestatario (el arrendatario) en cuanto éste puede usar los pagos del préstamo como crédito a cuenta del impuesto a la renta. Estas ventajas han hecho que el monto de los contratos firmados en 1994 deba ascender a unos US\$ 400 millones.

Los fondos para financiar este tipo de operaciones por parte de los bancos, y de las empresas creadas específicamente para el negocio del arrendamiento financiero, todas ellas propiedad de bancos,⁶² han sido obtenidos generalmente a través de la emisión de bonos de arrendamiento financiero, los cuales también gozan de algunas ventajas tributarias⁶³. Y los bancos tienen aquí un amplio margen para operar: las tasas pasivas que pagan estos bonos está entre 8 y 9% anual, mientras que las tasas activas cobradas en los contratos de arrendamiento financiero están entre 18 y 25% en dólares.

8.2 *Las Letras Hipotecarias*

Como se recordará, antes de la reforma financiera, el negocio del crédito hipotecario estaba formalmente en manos del Banco Central Hipotecario, el Banco de la Vivienda, las mutuales de vivienda y las financieras, pero de ahora en adelante serán los bancos quienes manejen el negocio. El reglamento de las letras hipotecarias fue aprobado en enero de 1994, y poco meses después fue el Banco Sudamericano, una ex-financiera, el primero en emitir los documentos, denominados en dólares. Otros bancos están rápidamente siguiendo

60 Decreto Legislativo 770, art. 247.

61 Decreto Legislativo 299 de julio 26, 1984, reglamentado por el DS 559-84-EFC de noviembre 28, 1984.

62 Sogewiese Leasing, Lima Leasing, Latino Leasing, y Citi-Leasing.

63 Los intereses que pagan están exonerados del pago del impuesto a la renta.

el ejemplo del Banco Sudamericano, estudiando, incluso, la posibilidad de emitir las letras hipotecarias en moneda nacional.

Aparte del hecho de que hay una demanda acumulada insatisfecha, hay dos factores que favorecen la expansión del uso de las letras hipotecarias. Uno de ellos es el hecho que los fondos captados con este instrumento no están sujetos a encaje⁶⁴. De esta manera, y puesto, además, que los bancos exigen al prestatario pagar por adelantado por lo menos el 20% del valor del inmueble, el riesgo a que están expuesto los bancos se reduce en gran medida, con lo que aumenta, naturalmente, su voluntad de prestar usando este instrumento. Por otro lado, las altas tasas de interés —entre 16% y 21% anual en dólares— que cobran los bancos por este tipo de crédito es un importante factor que no permite la expansión del crédito hipotecario.

Asimismo, el interés de los bancos por expandir sus créditos en esta área también está siendo frenado por las regulaciones de la SBS, las cuales ponen un límite al monto total prestado por un banco —ponderado por factores de riesgo— en función de su patrimonio efectivo. Es por eso que los bancos han solicitado a la SBS que modifique la clasificación de las letras hipotecarias de instrumento de riesgo normal a bajo riesgo. Un factor en favor de la viabilidad de las letras hipotecarias es que dichos instrumentos empezaron a transarse en la Mesa de Negociaciones en la Bolsa de Valores de Lima en octubre de 1994, y hasta diciembre se habían realizado un promedio de 29 operaciones mensuales, transándose un promedio mensual de US\$ 1.8 millones, que involucraban instrumentos de los bancos de Crédito, Sudamericano y Financiero. El Monto transado en letras hipotecarias en el último trimestre de 1994 representó un 6% de total transado en Mesa de Negociación, la que a su vez capta un 8% de lo negociado en la Bolsa de Valores de Lima⁶⁵.

8.3. Esquemas de Ahorro Forzoso (CTS)

Las Cuentas de Compensación por Tiempo de Servicio (CTS), aunque una novedad traída por la reforma financiera, no constituyen, en realidad, un

64 Circular BCRP de enero 28, 1994.

65 Ver Conasev: Informe Trimestral Bursátil (4to. Trimestre 1994), p. 7 y Cuadro 11.

instrumento del mercado financiero. Son cuentas que, desde mayo de 1991, las empresas deben abrir en los bancos para depositar allí los montos correspondientes a la compensación por tiempo de servicio de sus trabajadores, equivalente a un sueldo mensual por año de servicio. Estas cuentas pueden estar denominadas, a elección del trabajador, en moneda nacional o extranjera, y tienen acumulado un fondo total de unos US\$ 800 millones a fines de 1994 (ver Cuadro 8).

Como podemos observar en el cuadro, un 99% de los depósitos en cuentas CTS han sido hechos en bancos, y solamente el 1% restante en empresas financieras y cajas municipales. De hecho, la existencia de estas cuentas está siendo aprovechada por algunos bancos para ofrecer crédito de corto y mediano plazo a los depositantes, hasta por un monto igual al saldo CTS. Son créditos muy rápidos de tramitar para el depositante, y que no significan ningún riesgo para los bancos, pues disponen del saldo CTS para ejecutar como garantía. Por otro lado, los bancos están pidiendo que el impuesto a los salarios que se paga por el Fondo Nacional de Vivienda, Fonavi, igual al 9% de los salarios, vaya a las cuentas CTS, y no a una agencia del gobierno central, que es como se hace actualmente.

Cuadro 8
Depósitos en Cuentas CTS, Noviembre 1994
(millones de dólares)

| Tipo de Institución | Cuentas en Soles | Cuentas en Dólares | Total |
|---------------------|------------------|--------------------|--------------|
| Bancos | 102.65 | 694.06 | 796.7 |
| Financieras | 0.90 | 7.12 | 8.0 |
| Cajas Municipales | 0.15 | 0.55 | 0.7 |
| TOTAL | 103.70 | 701.70 | 805.4 |

Fuente: SBS: Información Financiera Mensual, Noviembre 1994, balances generales de sistema bancario, empresas financieras y cajas municipales.

Otro detalle interesante respecto de la composición de los depósitos en cuentas CTS es que solamente el 13% del total está denominado en moneda nacional, mientras que para el caso de los depósitos de ahorro o cuentas a plazo –en la banca comercial– este porcentaje es el doble, esto es, 26%. Esto sería revelador de la poca confianza en el sol que tiene el ahorrista peruano en el largo plazo, pues él sabe que no va a poder disponer del dinero que tiene en una cuenta CTS por muy largo tiempo, algo que no sucede con los depósitos de ahorro o cuentas a plazo.

9. ALGUNAS CONCLUSIONES

Los cambios operados en el sistema financiero peruano, que hemos tratado de reseñar en los puntos previos, no son un fenómeno muy original, producido solamente en nuestro país. Las referencias a la reforma financiera en las cartas de intención firmadas con el FMI son un indicio de ello. Otro indicio lo constituyen cambios claves que son comunes en otros países en los que, en menor o mayor medida, se han llevado adelante reformas financieras, cambios como por ejemplo el asignar como finalidad básica del Banco Central la estabilidad monetaria, o el restringir el rol de la banca estatal de fomento al de banca de segundo piso (Cofide en el caso peruano), o el rol de banca universal que se permite jugar a la banca privada, y el establecimiento de un sistema privado de pensiones⁶⁶. Sin embargo, a pesar de todos estos cambios, pensamos que el nuevo sistema aún presenta deficiencias importantes, sobre todo en lo que a la disponibilidad de una mayor variedad de instituciones e instrumentos financieros concierne, deficiencias que impiden una mayor transparencia y eficiencia del sistema.

En el caso de las instituciones, la banca múltiple –privada– ha recibido un gran impulso como resultado, por un lado, de la liberalización del mercado cambiario, del influjo de capitales externos y del crecimiento económico en general y, por otro lado, de la autorización de que ahora disponen para llevar a cabo negocios extra-bancarios, lo cual, aunado a la liquidación de la banca de fomento y de las entidades financieras no bancarias, ha resultado en lo que consideramos es un exagerado peso de la banca comercial en nuestro ámbito

66 Estudios sobre reformas financieras recientes en países desarrollados y en desarrollo pueden encontrarse en Faruqi (1993), Swary y Topf (1993), y Vitas (1992).

financiero. Las instituciones financieras que han retrocedido o desaparecido con la reforma financiera —banca de fomento, banca regional, cooperativas de ahorro y crédito, mutuales, e incluso Cofide, que ya no compite con los bancos por fondos domésticos— pueden estar, o haber estado, por ejemplo, más interesadas en proveer de crédito a la pequeña empresa y al agro, y, de haber podido ganar en dinamismo y llegado a ser más importantes y representar un reto para los bancos, podrían dar una mayor vida a nuestro mercado financiero, aumentando su eficiencia. Pero la exagerada importancia de los bancos no sólo ha resultado en la desatención de ciertas porciones del mercado en lo referente a los demandantes de crédito, sino también a los ahorristas y público en general; ya hemos mencionado en este sentido la caída en la calidad de la atención al público, pero otro rasgo de este mismo fenómeno es la diversidad de modalidades a que están recurriendo los bancos para hacerse de dinero a costa de ahorristas y deudores, quienes son confundidos por la heterogeneidad que existe en el manejo de algunas operaciones básicas por parte los distintos bancos. Por un lado, pensamos que todo esto atenta contra la fluidez y transparencia del sistema bancario, y por lo tanto contra su eficiencia, pues el público y las empresas requieren manejar mucha mayor información para poder seleccionar el banco o la operación que les convienen. Por otro lado, suponemos que todo ello refleja la estructura oligopólica del sector bancario, y la falta de un espíritu competitivo a su interior.

En todo caso, una posible alternativa frente a los bancos, en el caso de nuestro país, podrían ser las cajas rurales y las cajas municipales. Estas instituciones podrían jugar un rol alternativo a la banca convencional, similar, por ejemplo, al que en los Estados Unidos juegan los *credit unions*, y tal vez más importante. Las cajas, sin embargo, son aún instituciones minúsculas si las comparamos con los bancos. Un factor de cambio más inmediato podría ser la nueva banca extranjera, la cual, con su interés por la banca de consumo, puede cambiar algunas de las reglas de juego implícitas por largo tiempo en el negocio bancario en el Perú. Sin embargo, evidencia de que “algo falta” en el sistema financiero peruano son el proyecto de creación de un Banco Rural, privado pero vigorosamente apoyado por el ministro de agricultura, Absalón Vásquez; la propuesta para crear un Banco Peruano de Promoción del Desarrollo, presentada por el congresista Antero Florez Aráoz (PPC) ante la Comisión de Economía del Congreso; y la intención de la SBS y Cofide de crear las Edpymes.

De todas maneras, el sistema financiero peruano ha experimentado un gran crecimiento en los últimos años, y reflejo de ello no es solamente el gran aumento de la actividad bancaria, sino, principalmente, el gran auge de la Bolsa de Valores de Lima, la cual también puede representar un desafío para la banca en el futuro –al igual que las cajas rurales y municipales, y aun las Edpymes– en este caso contribuyendo a aumentar la importancia de los mercados de capitales en detrimento de los flujos indirectos de capitales, desafío que contribuirá a la modernización y mayor eficiencia de nuestro sistema financiero⁶⁷. Sin embargo, debemos también enfatizar la gran importancia del influjo de capitales externos, y de la caída de la inflación después de 1990, en la recuperación del sistema financiero. El mérito, pues, no es únicamente de la reforma financiera en sí, si no también del entorno macroeconómico y del comportamiento de la Balanza de Pagos, principalmente en lo que se refiere a Capitales de Corto Plazo y Errores y Omisiones (ver Cuadro 7), que en gran medida reflejan los ingresos por las exportaciones ilegales del narcotráfico.

En el caso de los instrumentos, es notoria la falta de importancia de los instrumentos de renta fija en general, y en particular de bonos de la deuda pública, tal es así que sólo un 9.7% del total negociado en la Bolsa de Valores de Lima en 1994 correspondía a títulos de renta fija⁶⁸. En el futuro inmediato, empero, el mercado de instrumentos de renta fija en general puede verse favorecido por el crecimiento de las AFPs y los fondos mutuos, ambos producto de la actual reforma financiera. Por otro lado, el crecimiento del número de sociedades agentes de bolsa y el de fondos mutuos también puede ser un signo positivo de lo que está por venir. Empero, no sólo no hay un mercado de la deuda pública, sino que, además, se carece de instrumentos para la cobertura de riesgos, del tipo futuros, opciones y swaps, cuya existencia prestaría una mayor fluidez y eficiencia al sector financiero⁶⁹. Pensamos que

67 Nótese también que, a pesar de que en ella ya se negocian documentos denominados en moneda extranjera, la Bolsa permanece –implícitamente– como un baluarte contra el proceso de dolarización del sistema financiero peruano.

68 Ver Conasev: Informe Mensual Bursátil, Diciembre 1994, Cuadro No. 2. Estamos usando lo transado en Mesa de Negociaciones como representativo del monto negociado en instrumentos de renta fija.

69 Autores como Houghton (1994) piensan que el programa de estabilización recién está terminando, y que instrumentos de este tipo surgirán naturalmente al crecer el mercado.

estos instrumentos de cobertura de riesgo son particularmente importantes en una economía como la peruana, especialmente por su grado de dolarización: empresas y familias, que pueden tener ingresos relativamente fijos en soles, están viéndose forzadas a endeudarse en dólares, con el consiguiente peligro que una eventual y abrupta devaluación del sol conllevaría. En este sentido, vale la pena insistir sobre la importancia del influjo de capitales externos de corto plazo como eventual fuente de inestabilidad en el sector financiero. Chile, país con más experiencia en esta área, ha adoptado medidas explícitas al respecto, con el fin de reducir la posibilidad de movimientos abruptos de capitales, pero en el Perú no se ha hecho nada parecido, si bien el encaje de 45% sobre depósitos en dólares reduce la multiplicación —e importancia— de esos capitales en el sistema bancario⁷⁰. Esta medida, sin embargo, no tiene relevancia en el caso de la Bolsa de Valores de Lima, que ha recibido capitales del exterior en montos significativos en los últimos dos años.

Por último, vale la pena recordar que uno de los argumentos en favor de la reforma era que la represión financiera había atentado contra el ahorro y la inversión con sus tasas de interés reales negativas. Pues bien, si en estos momentos comparamos la tasa de interés pasiva en moneda nacional, promedio para el sistema bancario, (TIPMN), con la tasa de inflación mensual (IPC Lima Metropolitana), encontramos que en los últimos doce meses (junio 1994-abril 1995), encontramos que la tasa de interés pasiva real (TIPMN - IPC) fue positiva en sólo tres de esos doce meses. Dada la casi nula devaluación del tipo de cambio sol/dólar en dicho período, y la aun menor tasa de interés pasiva para depósitos en dólares, encontraremos que la situación es peor en el caso de depósitos en moneda extranjera.

También debemos recordar que en el Perú, aun en épocas de grandes dificultades económicas, los bancos no quiebran —a menos que sean expresamente saqueados por sus directorios— y ello era resultado, como lo señalara Richard Webb (1987), de que quienes terminaban pagando eran los ahorristas en razón, justamente, de las tasas pasivas negativas en términos reales, aun cuando las tasas activas también lo fuesen. Pero ahora que la reforma financiera ha dado mayor libertad a los bancos, como para que eviten que las tasas

70 Es importante hacer notar, además, que los nuevos bancos de capitales chilenos operando en el Perú desde hace poco, no están otorgando préstamos en dólares.

activas sean negativas, y también se ha eliminado el control de cambios, dando mayor libertad a los movimientos internacionales de capital, la probabilidad de observar tasas pasivas negativas se reduce aunque no se elimina. Entonces, ¿Quiénes pagarán en adelante los costos de los ajustes económicos? Por un lado podrían ser los propios bancos y, por otro lado, los tenedores de acciones. La primera posibilidad enfatiza la renovada importancia de la supervisión bancaria, pero también la ventaja de diversificar nuestras instituciones financieras. La segunda posibilidad no es particularmente mala, pero su efecto desestabilizador debe aumentar con la importancia de los capitales extranjeros en la bolsa local, tal como lo demuestra la crisis mexicana desatada en diciembre de 1994.

ANEXO
Margen Financiero Bruto, Activos Totales y Rentabilidad de Banca Comercial, 1976-1994
(Nuevos Soles)

| Año | Margen Bruto | Activos Totales | Activos Totales | Activos Totales | Rentabilidad (%) | | Activos |
|-------|---------------|-------------------------|---------------------------|--------------------------|------------------|---------|------------------------|
| | (1) | (Fin de Período) (2) | (Prom. Geométrico) (3) | (Prom. Corregido) (4) | (1)/(3) | (1)/(4) | (Millones US\$) (5) |
| 1,976 | 11 | 216 | | | | | 2,370 |
| 1,977 | 16 | 315 | 261 | 261 | 6.2 | 6.2 | 2,173 |
| 1,978 | 26 | 516 | 403 | 403 | 6.5 | 6.5 | 2,422 |
| 1,979 | 45 | 742 | 619 | 619 | 7.3 | 7.3 | 2,940 |
| 1,980 | 89 | 1,553 | 1,074 | 1,074 | 8.3 | 8.3 | 4,521 |
| 1,981 | 182 | 1,891 | 1,714 | 1,714 | 10.6 | 10.6 | 3,710 |
| 1,982 | 343 | 3,469 | 2,561 | 2,561 | 13.4 | 13.4 | 3,482 |
| 1,983 | 773 | 8,006 | 5,270 | 5,270 | 14.7 | 14.7 | 3,407 |
| 1,984 | 1,760 | 19,020 | 12,340 | 12,340 | 14.3 | 14.3 | 3,268 |
| 1,985 | 5,072 | 40,281 | 27,680 | 27,680 | 18.3 | 18.3 | 2,318 |
| 1,986 | 7,595 | 63,913 | 50,739 | 50,739 | 15.0 | 15.0 | 3,191 |
| 1,987 | 14,964 | 135,903 | 93,198 | 93,198 | 16.1 | 16.1 | 1,477 |
| 1,988 | 175,615 | 1,460,623 | 445,537 | 529,141 | 39.4 | 33.2 | 859 |
| 1,989 | 3,347,523 | 31,700,072 | 6,804,547 | 12,260,445 | 49.2 | 27.3 | 2,450 |
| 1,990 | 172,889,256 | 1,412,283,709 | 211,588,032 | 609,763,781 | 81.7 | 28.4 | 2,580 |
| 1,991 | 530,464,000 | 4,092,451,000 | 2,404,101,054 | 2,701,237,139 | 22.1 | 19.6 | 4,206 |
| 1,992 | 1,095,164,000 | 8,681,360,000 | 5,960,540,279 | 5,960,540,279 | 18.4 | 18.4 | 5,313 |
| 1,993 | 1,725,752,000 | 20,017,161,000 | 13,182,419,384 | 13,182,419,384 | 13.1 | 13.1 | 9,289 |
| 1,994 | 2,007,070,000 | 22,303,394,000 | 21,129,378,328 | 21,129,378,328 | 9.5 | 9.5 | 10,226 |

Nota 1: La serie (4) es igual a la serie (3) corregida para el subperíodo 1988-91, según se ha explicado en el texto. Para ese subperíodo, la serie (4) resulta de dividir la serie (3) entre 0.842, 0.555, 0.347 y 0.89, respectivamente. Serie (5) es igual a serie (2) multiplicada por el tipo de cambio de mercado libre, fin de período, promedio compra-venta (ver Cuánto (1991), Cuadro 24.60 y Nota Semanal BCR).

Nota 2: Cifras para 1994 son al mes de noviembre.

Fuente: SBS, Memorias e Información Financiera, varios años.

REFERENCIAS

- ASHESHOV, Nicholas
1995 *The Peru Inc. Sourcebook*. Peru Finance. Lima
- BABA NAKAO, Luis
1981 *Líneas y Fuentes de Crédito en el Perú*. CIUP. Lima.
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
1983 *Apuntes sobre las Cuentas Monetarias y Financieras*. Lima.
- BANCO CENTRAL DE RESERVA DEL PERÚ
s/f *Cooperativas de Ahorro y Crédito del Perú. Análisis y Perspectivas*. Lima.
- CACERES, Armando y Javier NAGAMINE
1991 *Política Económica y Desarrollo del Sistema Financiero Peruano. Documento de Trabajo GRADE N° 14*. Lima
- CAMPODONICO, Humberto, Manuel CASTILLO y Andrés QUISPE
1993 *De Poder a Poder. Grupos de Poder, Gremios Empresariales y Política Macroeconómica*. Desco - Consorcio de Investigación Económica. Lima.
- CASTILLO, Marco
1994 Perú, pp. 229-256 en Asociación Latinoamericana de Instituciones Financieras de Desarrollo: *Liberalización Financiera y Banca de Desarrollo*. 2da. Edición. México D.F.
- CENTRO DE ESTUDIOS MONETARIOS LATINOAMERICANOS
1966 *Los Mercados de Capital en América Latina*. CEMLA. México.
- FARUQI, Shakil (Ed.)
1993 *Financial Sector Reforms in Asian and Latin American Countries. Lessons of Comparative Experience*. EDI Seminar Series. The World Bank. Washington, D.C.
- FREEDMAN, Charles
1992 *Universal Banking: The Canadian View*, Cap. 13 en: Dimitri Vittas (ed.): *Financial Regulation. Changing the Rules of the*

Game. The World Bank (Economic Development Institute). Washington, D.C.

GONZALES, Gerardo

1992 Regulación y Supervisión de la Solvencia del Sistema Financiero en el Perú, pp. 195-241 en Günther Held y Raquel Szalachman (eds.): *Regulación y Supervisión de la Banca. Experiencia de América Latina y el Caribe*. Vol. 2. Proyecto Regional Políticas Financieras para el Desarrollo. CEPAL-PNUD. Santiago de Chile. 1992.

GRADOS, Pedro

1994 La Internacionalización de los Mercados de Capitales: Caso Perú, pp. 179-192 en *Ciencia Económica*, Año XV, N° 32. Ene-Abr

HOUGHTON, Stephanie

1994 *Instrumentos Financieros: Potencialidades y Limitaciones, en Entorno Económico*, Universidad de Lima. Agosto.

KLINGENBERGER, Juan

1987 *Supervisión Bancaria en el Perú*. SBS. Lima.

LAGO, Ricardo

1991 The Illusion of Pursuing Redistribution through Macropolicy: Peru's Heterodox Experience, 1985-1990, Capítulo 9 en R. Dornbusch y S. Edwards: *The Macroeconomics of Populism in Latin America*. The University of Chicago Press. Chicago.

MANSELL CARSTENS, Catherine

1995 Servicios Financieros, Desarrollo Económico y Reforma en México, pp. 3-11 en *Comercio Exterior*, Vol. 45, Num 1. Enero.

MARTHANS, Juan José

1993 *La Banca en los Programas de Estabilización*. Universidad de Lima. Lima.

McKinnon, Ronald I

1986 *Financial Liberalization in Retrospect: Interest Rate Policies*

in LDCs. Center for Economic Policy Research Publications, 74. Stanford University. Julio.

MINISTERIO DE ECONOMIA Y FINANZAS

1973 *La Reforma Financiera, Octubre 1968-Octubre 1973.* Lima.

MOGROVEJO, Jorge

1995 *La Reforma Financiera Peruana: El Rol de la Regulación Prudencial y de la Supervisión Bancaria.* Informe Profesional. Facultad de Ciencias Sociales PUCP. Lima.

MORRIS, Felipe y Fernando Polar

1994 *La Reforma Financiera en el Perú*, pp. 11-26 en *Apuntes 34.* CIUP. Lima. Primer Semestre.

NARANJO, Martín y Carlos Otero

1994 *Sistema Financiero, Tasas de Interés y Márgenes de Intermediación*, pp. 33-55 en *Foro Económico 7*, El Costo del Crédito en el Perú. Fundación Friedrich Ebert. Lima.

NOEJOVICH, Hector

1991 *La Nueva Ley de Instituciones Bancarias, Financieras y de Seguros: Algunos Comentarios.* Publicaciones Cisepa, Serie *Documentos de Trabajo N° 97.* Lima.

PIAZZON, Luis

1995 El "efecto tequila" sobre las bolsas de valores latinoamericanas, con énfasis en el caso peruano, pp. 73-88 en *Análisis de la Crisis Mexicana y su Impacto en América Latina.* Foro Internacional ESAN/IDE. Lima.

ROMERO, Luis

1986 *Las Cooperativas de Ahorro y Crédito en un Contexto de Estabilización. El Caso de Nuestra Señora de Guadalupe, 1982-1985.* Tesis de Bachillerato, Universidad Ricardo Palma. Lima.

ROJO, Víctor

1994 *El Desarrollo Económico-Financiero de la Mutual Naval para el Apoyo del Personal de la Marina en la Obtención de Vivienda Propia*, Tesis de Magister. Universidad Católica. Lima.

SWARY, Itzhak y Barry TOPF

1993 *La Desregulación Financiera Global. La Banca Comercial en la Encrucijada.* FCE. México. 1993.

TAMAGNA, Frank

1963 *La Banca Central en América Latina.* CEMLA. México.

THORP, Rosemary y Geoffrey BERTRAM

1978 *Peru 1890-1977. Growth and Policy in an Open Economy.* Columbia University Press. New York.

VITTAS, Dimitri (Ed.)

1992 *Financial Regulation. Changing the Rules of the Game.* EDI Development Studies. The World Bank. Washington, D.C.

WEBB, Richard

1987 *Deuda Interna y Ajuste Financiero en el Perú*, pp. 55-74 en *Revista de la CEPAL*, N° 32, agosto.

PUBLICACIONES PERIODICAS

- Banco Central de Reserva del Perú: Nota Semanal.
- Banco Central de Reserva del Perú: Boletín (mensual).
- Banco Central de Reserva del Perú: Memoria (anual).
- Bolsa de Valores de Lima: Informe Bursátil (anual).
- Bolsa de Valores de Lima: Informe Mensual.
- Bolsa de Valores de Lima: Vademécum Bursátil (anual).
- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Lima): Informe Mensual Bursátil.
- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (Lima): Informe Trimestral Bursátil.

Jorge Rojas

- **Cuánto: Perú en Números (anual).**
- **Instituto Interamericano de Mercados de Capital (Caracas): Los Mercados de Capital en América Latina y el Caribe (anual).**
- **Superintendencia de Banca y Seguros (Lima): Memoria (anual).**
- **Superintendencia de Banca y Seguros (Lima): Información Financiera Mensual.**
- **Diario El Comercio. Lima.**
- **Diario Gestión. Lima.**