



FACULTAD DE CIENCIAS CONTABLES, ECONÓMICAS Y FINANCIERAS

SECCIÓN DE POSGRADO

**INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, ESTRUCTURA DE
FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL:**

2007-2011

PRESENTADA POR

JULIO CESAR MANRIQUE CESPEDES

**TESIS PARA OBTENER EL GRADO DE MAESTRO EN CONTABILIDAD Y
FINANZAS CON MENCIÓN EN DIRECCIÓN FINANCIERA**

LIMA - PERÚ

2013

**INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES, ESTRUCTURA DE
FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL:
2007-2011**

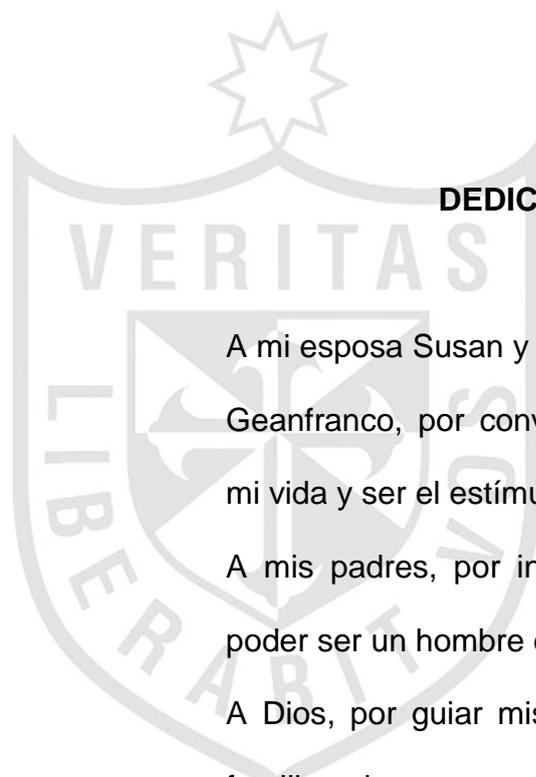


EL AUTOR HA PERMITIDO LA PUBLICACIÓN DE SU TESIS
EN ESTE REPOSITORIO.
ESTA OBRA DEBE SER CITADA.



USMP
UNIVERSIDAD DE
SAN MARTIN DE PORRES

SISTEMA DE
BIBLIOTECAS

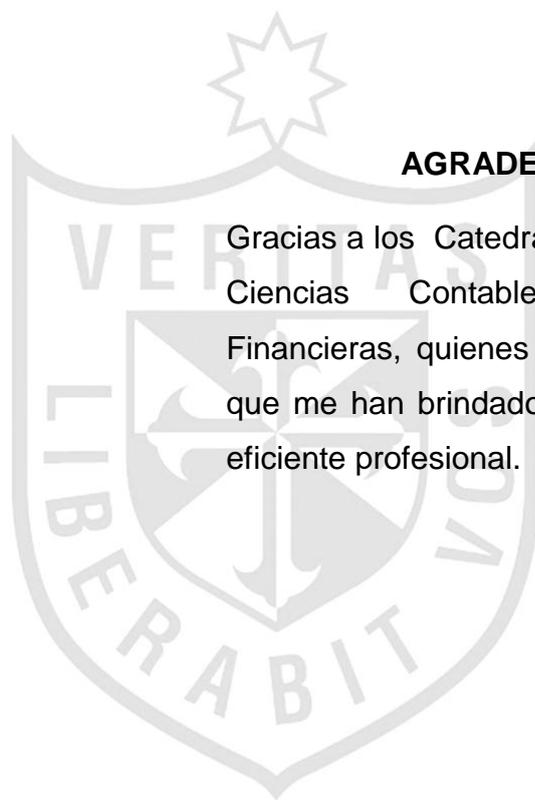


DEDICATORIA

A mi esposa Susan y mis hijos Leani, Israel y Geanfranco, por convertirse en la razón de mi vida y ser el estímulo para superarme.

A mis padres, por inculcarme valores para poder ser un hombre de bien.

A Dios, por guiar mis pasos, proteger a mi familia y darme muestras de su grandeza.



AGRADECIMIENTO

Gracias a los Catedráticos de la Facultad de Ciencias Contables, Económicas y Financieras, quienes con los conocimientos que me han brindado, me permitirán ser un eficiente profesional.

ÍNDICE

	Pág.
Portada	i
Título	ii
Dedicatoria	iii
Agradecimiento	iv
ÍNDICE	v
RESUMEN	vii
ABSTRACT	viii
INTRODUCCIÓN	ix
CAPÍTULO I: PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA	
1.1 Descripción de la realidad problemática	1
1.2 Formulación del problema	6
1.2.1 Problema general	6
1.2.2 Problemas específicos	6
1.3 Objetivos de la investigación	7
1.3.1 Objetivo general	7
1.3.2 Objetivos específicos	7
1.4 Justificación de la investigación	7
1.4.1 Justificación	7
1.4.2 Importancia	7
1.5 Limitaciones del estudio	8
1.6 Viabilidad del estudio	8

CAPÍTULO II: MARCO TEÓRICO

2.1	Antecedentes de la investigación	9
2.2	Bases teóricas	17
2.3	Definiciones conceptuales	17
2.4	Formulación de hipótesis	21
2.4.1	Hipótesis general	21
2.4.2	Hipótesis específicas	21

CAPÍTULO III: METODOLOGÍA

3.1	Diseño metodológico	22
3.2	Población y Muestra	23
3.3	Operacionalización de variables	23
3.4	Técnicas de recolección de datos	24
3.5	Técnicas para el procesamiento y análisis de la información	25
3.6	Aspectos éticos	25

CAPÍTULO IV: RESULTADOS

4.1	Desarrollo de los Inversionistas Institucionales	26
4.1.1	Fondo Privado de Pensiones	27
4.1.1.1	Fondo Privado de Pensiones en el Mundo	29
4.1.1.2	Fondo Privado de Pensiones y Crédito al Sector Privado	32
4.1.2	Fondos Mutuos de Inversión	34
4.1.2.1	Fondos Mutuos de Inversión y Crédito al Sector Privado	36
4.1.3	Inversionistas Institucionales, Banca Múltiple y Competencia	37
4.1.4	Infraestructura Económica y Fondo Privado de Pensiones	40
4.1.4.1	Calidad de la Infraestructura Económica Peruana	43
4.1.4.2	Dificultades para la Inversión en Infraestructura Económica	47

4.2	Microfinanzas y Banca Múltiple	48
4.2.1	Servicios Microfinancieros	49
4.2.2	Microfinanzas y Competencia	50
4.2.2.1	Cartera y Deudores en Microfinanzas	52
4.2.3	Microfinanzas y Competencia de la Banca Múltiple	53
4.2.3.1	Cajas Municipales de Ahorro y Crédito	56
4.2.3.2	Colocaciones en las Microfinanzas	58
4.2.3.3	Competencia y Tasas de Interés Activas	60
4.2.3.4	Morosidad y Competencia	62
4.2.3.5	Competencia y Rentabilidad	65
CAPÍTULO V : DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES		
5.1	Discusión	68
5.2	Conclusiones	69
5.3	Recomendaciones	72
FUENTES DE INFORMACIÓN		
	Referencias bibliográficas	74
	Referencias electrónicas	75
ANEXO		
	Anexo Nº 1º Matriz de Consistencia	74

RESUMEN

Durante el desarrollo de la presente tesis se pretende estudiar en qué medida las corporaciones y la gran empresa están cambiando la estructura de financiamiento de sus proyectos de inversión con miras a optimizar sus gastos financieros; esto significa que están cambiando sus fuentes de financiamiento tradicional de la banca múltiple por la del mercado de capitales.

Este movimiento financiero de las corporaciones y de las empresas grandes le ha creado a la banca múltiple un serio problema de rentabilidad, la cual requiere resarcirse; es por esta razón que la banca múltiple toma la decisión de incursionar con mayor ímpetu en el segmento de las microfinanzas donde se desata una guerra financiera que ha reducido la tasa de interés activa en dicho segmento.

Finalmente, se trata de explicar una cierta incongruencia en la economía peruana, la ampliación y la modernización de la infraestructura económica del País requiere de financiamiento de mediano y largo plazo; sin embargo, cada vez más las AFP invierten más en el extranjero.

ABSTRACT

The execution of this thesis has the objective of studying in what measure the Peruvian corporations and the large companies are changing their financial structure of their investment projects to optimize their financial costs; this means that those enterprises mentioned are changing their source of financing from the traditional bank towards the capital market.

This financial movement of the Peruvian corporations and large companies have created a serious problem of profitability to the banking system as a whole that must be overcome; it is for this reason that the banking system takes the choice of getting into the microfinancing segment where begins a financial war that has reduced the active interest rate in the segment.

Finally, the author tries to explain a certain inconsistency in the Peruvian economy, the modernization of the economic infrastructure requires medium and large term financing, however the AFP are investing larger and larger portions of their portfolio abroad.

INTRODUCCIÓN

Durante la ejecución de la presente tesis, primero se ha planteado la problemática a ser superada en relación a la estructura de financiamiento de las empresas en el Perú así como de los cambios que están ocurriendo en un contexto de crecimiento económico; en el segundo capítulo se ha desarrollado el marco teórico que ha orientado toda la ejecución del trabajo de investigación; en el tercer capítulo se menciona la metodología de la investigación, las características del estudio y sus fuentes de información.

Es en el cuarto capítulo donde realmente se desarrolla la tesis bajo la orientación de las hipótesis; es así como se comienza a relacionar las variables financieras con las variables comerciales y reales de la economía peruana durante el periodo 2007-2011 con la finalidad de aprobar o rechazar las hipótesis planteadas en la tesis.

Finalmente, se plantea la discusión, las conclusiones y recomendaciones fruto de la investigación realizada y concluida, teniendo presente que ésta es una investigación eminentemente aplicativa.

CAPÍTULO I

PLANTEAMIENTO DEL PROBLEMA

1.1 Descripción de la Realidad Problemática

1.1.1 Inversionistas Institucionales

Los inversionistas institucionales son personas jurídicas que invierten fondos que no son de su propiedad sino que de las múltiples personas que les han confiado la administración de estos fondos; las administradoras de fondos de pensiones, las compañías de seguros, los fondos mutuos y los fondos de inversión son inversionistas institucionales que están sujetos a las normas que fija la autoridad y aplican políticas que proporcionan más estabilidad a los mercados financieros.

El proceso integral de inversión de los inversionistas institucionales considera los siguientes pasos:

- **Diseñar la política de inversión** es decir el objetivo de inversión y su correspondiente asignación de activos; para ello se debe poner atención en las necesidades de corto y largo plazo del inversionista, estar familiarizado con la historia de los mercados de capitales y las expectativas del mercado.
- **Diseñar la estrategia de inversión** para lo cual se requiere analizar las condiciones financieras, económicas, sociales y políticas presentes y futuras; la atención en esta fase del proceso se debe centrar en las condiciones de corto y mediano plazo, las cuales determinarán la construcción de un determinado portafolio.
- **Construcción del portafolio** que consiste en la decisión del administrador de los fondos de asignar los recursos entre diferentes

países, monedas, clases de activos e instrumentos; ello implica que el administrador de fondos debe por un lado, minimizar los riesgos del portafolio, y por otro lado, que el portafolio coincida con las necesidades establecidas en la política de inversión.

- **Supervisión y monitoreo del portafolio**, lo cual implica revisar constantemente las necesidades del inversionista financiero, las condiciones del mercado de capitales y la actualización de la política de inversión; una parte importante en esta fase consiste en evaluar la performance del portafolio y comparar los resultados relativos con relación a las expectativas y requerimientos establecidos en la política de inversión.

En el Perú a raíz de la introducción de las AFP (Administradora de Fondos de Pensiones) en 1992, éstas se han convertido en una fuente importante de financiamiento empresarial a través de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) compitiendo con la banca múltiple.

1.1.2 Inversión Financiera

La inversión financiera es aquella que se realiza en activos financieros; la inversión financiera no tiene una función económica directa; en cambio la inversión en activos reales sí la tiene porque se invierte en bienes que sirven para producir otros bienes; sin embargo, todos los activos financieros tienen una función; así, la inversión financiera posibilita la transferencia de fondos (esquema financiación-inversión) y de riesgos (sirva como ejemplo que al comprar acciones de telefónica estamos asumiendo proporcionalmente parte del riesgo de la compañía).

Los distintos productos financieros emitidos cumplen una función relacionada con la transferencia de fondos o de riesgos; así, la emisión de acciones no contribuye de forma directa al crecimiento del PBI o a la formación bruta de capital, pero facilita la financiación del crecimiento empresarial y por ende contribuye al crecimiento del PBI; asimismo, los

futuros y opciones financieras no sólo constituyen instrumentos de especulación financiera por el elevado apalancamiento de los mismos, ya que facilitan la cobertura de riesgos ante oscilaciones de tipos de interés, tipos de cambio y precios de los productos.

Los agentes económicos superavitarios realizan inversiones financieras con la finalidad de recibir pagos futuros en un periodo determinado de tiempo de modo que lo recibido (valor inicial de la inversión + la rentabilidad) compense al inversionista por los siguientes factores:

- el valor del dinero en el tiempo,
- la tasa de inflación,
- el riesgo específico de la inversión.

La combinación de riesgo y retorno determina los diferentes tipos de portafolios que pueden elegir los inversionistas financieros.

Los fondos mutuos en el país se vienen convirtiendo en una alternativa importante del ahorro (inversión financiera) de los agentes económicos superavitarios; los fondos mutuos a su vez utilizan estos ahorros para la compra de valores de las empresas (acciones, bonos corporativos, papeles de corto plazo) y de esta manera contribuyen al financiamiento y crecimiento empresarial en el Perú.

1.1.3 Mercado de Capitales

El mercado de capitales, también conocido como mercado accionario, es un tipo de mercado financiero en los que se ofrecen y demandan fondos o medios de financiación a mediano y largo plazo; su principal objetivo es participar como intermediario canalizando los recursos frescos y el ahorro de los inversionistas para que los emisores (empresas) lleven a cabo dentro de sus empresas operaciones de financiamiento e inversión; frente a ellos, los mercados monetarios son los que ofrecen y demandan fondos (liquidez) a corto plazo.

Dentro del mercado de capitales intervienen diversas instituciones del sistema financiero que participan regulando y complementando las operaciones que se llevan a cabo dentro del mercado:

- Bolsa de Valores : Su principal función es brindar una estructura operativa a las operaciones financieras, registrando y supervisando los movimientos efectuados por oferentes y demandantes de recursos; además, da fé de cotizaciones e informa al inversionista de la situación financiera y económica de la empresa y del comportamiento de sus instrumentos financieros.
- Emisoras: Son entidades que colocan acciones (parte alícuota del capital social) con el fin de obtener recursos del público inversionista; las emisoras pueden ser sociedades anónimas, el gobierno central, instituciones de crédito o entidades públicas descentralizadas.
- Inversionista financiero: Los inversionistas pueden categorizarse en persona física, inversionista extranjero, inversionista institucional o inversionista calificado; son personas o instituciones con recursos económicos excedentes y disponibles para invertir en valores.
- Intermediarios tales como los siguientes :
 - Sociedades Agentes de Bolsa (SAB); es una institución colocadora;
 - Bancos; es una institución estructuradora y/o colocadora;
 - Banca de Inversión; es una institución estructuradora y/o colocadora;
 - Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos y Fondos de Inversión que son instituciones estructuradoras y/o colocadoras;
 - Sociedades Tituladoras o Fideicomisarios que son instituciones estructuradoras y/o colocadoras).
- Reguladores tales como los siguientes :
 - (CONASEV) Comisión Nacional de Supervisión de Empresas y Valores que promueve, estudia y reglamenta el mercado de valores de oferta pública y supervisa las personas naturales y jurídicas que intervienen en dicho mercado; además reglamenta y controla las actividades de las empresas administradoras de

- fondos mutuos y fondos de inversión, sociedades tituladoras, empresas clasificadoras de riesgos y las SABs.
- Superintendencia de Banca y Seguros (SBS) que supervisa las inversiones que realizan de los fondos de pensiones (el mayor inversionista institucional), los bancos y las compañías de seguros vía oferta pública y privada y provee la valorización de los instrumentos de inversión para los fondos de pensiones.
 - Otros participantes tales como los siguientes :
 - Empresas de custodia y depósitos de valores que se encargan de registrar vía anotación en cuenta (registros electrónicos) los valores emitidos (por ejemplo CAVALI) o de realizar la guarda física de los valores emitidos bajo la modalidad de títulos físicos (por ejemplo los bancos).
 - Empresas clasificadoras de riesgo que se encargan de elaborar informes técnicos sobre la capacidad de pago de los emisores de instrumentos de deuda otorgando un “rating” crediticio (por ejemplo Apoyo y Asociados, PCR, Standard and Poor’s y Moody’s).

Es a través de la BVL que se canalizan los recursos financieros captados por las AFPs, los fondos mutuos y compañías de seguros hacia las empresas necesitadas de financiamiento para invertir y sostener su crecimiento.

1.1.4 Crecimiento Económico

El crecimiento económico es el aumento de la renta o valor de bienes y servicios finales producidos por una economía (generalmente de un país o una región) en un determinado período (generalmente en un año); a grandes rasgos el crecimiento económico se refiere al incremento de ciertos indicadores como la producción de bienes y servicios, el mayor consumo de energía, el ahorro, la inversión, una balanza comercial favorable, el aumento de consumo de calorías por cápita, etc.; se considera que el mejoramiento de estos indicadores debería llevar teóricamente a un alza en los estándares de vida de la población.

De otro lado, existe a nivel teórico una larga y candente polémica acerca del rol que desempeñan las finanzas en este crecimiento económico, si es un rol activo y dinámico o un rol meramente pasivo.

1.1.5 Síntesis

La presente tesis intenta analizar el crecimiento de los fondos captados por los inversionistas institucionales y de cómo éstos se están canalizando hacia el financiamiento de las corporaciones y grandes empresas del país, lo cual está desplazando de esta actividad a la banca comercial; de otro lado, la banca comercial frente a esta situación de pérdida de sus grandes clientes se ve obligada a ingresar al segmento de las microfinanzas en una frontal competencia con las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito; este estudio cubrirá el periodo 2007-2011.

1.2 Formulación del Problema

1.2.1 Problema General

¿En qué medida la mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa para financiar sus proyectos de inversión con miras a optimizar sus gastos financieros?

1.2.2 Problemas Especificos

- ¿En qué medida la creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual estaría contribuyendo a disminuir la tasa de interés activa en dicho segmento?
- ¿Cuál es la relación existente entre la inversión financiera institucional y la infraestructura económica del país durante el periodo 2007-2011?

1.3 Objetivos de la Investigación

1.3.1 Objetivo General

Determinar en qué medida la mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa para financiar sus proyectos de inversión con miras a optimizar sus gastos financieros.

1.3.2 Objetivos Especificos

- Evaluar en qué medida la creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual ha contribuido a disminuir la tasa de interés activa en dicho segmento.
- Estudiar la relación existente entre la inversión financiera institucional y la infraestructura económica del país durante el periodo 2007-2011.

1.4 Justificación de la Investigación

1.4.1 Justificación

El presente trabajo de investigación se justifica porque intenta encontrar relaciones, interacciones, entre el sector real de la economía y el sector financiero para el caso de la economía peruana durante el periodo 2007-2011.

1.4.2 Importancia

El desarrollo de la presente tesis es importante porque intenta buscar mecanismos para facilitar el desarrollo del mercado de valores peruanos así como una mayor agresividad en las empresas

peruanas para apalancarse financieramente, lo cual podría acelerar su crecimiento empresarial.

1.5 Limitaciones del Estudio

La mayor limitación para la ejecución del presente estudio es la disponibilidad de información secundaria.

1.6 Viabilidad del Estudio

El presente trabajo de investigación es viable dado que se cuenta con los recursos humanos y financieros requeridos para su desarrollo.



CAPÍTULO II

MARCO TEÓRICO

2.1 Antecedentes de la Investigación

Para el desarrollo de esta tesis se revisó principalmente la literatura económica relacionada con el sistema financiero peruano, en particular el mercado bancario y el mercado de capitales debido a que no se ha encontrado un trabajo de investigación similar al planteado por el suscrito.

Cooper Claudia¹ en su trabajo de investigación “¿Cómo aumentar la profundidad del mercado financiero peruano? menciona que “Los indicadores tradicionales para medir la profundidad financiera son los saldos de las diferentes alternativas de crédito sobre el PBI. El Perú muestra baja profundidad en el sector financiero en general, pero el atraso es aún mayor en lo referente al mercado de capitales. Utilizando ejemplos a nivel latinoamericano vemos la reducida profundidad del sistema financiero peruano frente a países como Brasil y Chile. Así, vemos como, a pesar del enorme crecimiento del sistema financiero en los últimos años, mientras en el Perú la bancarización medida como crédito sobre PBI alcanza en la actualidad un 25% del PBI, en Chile ésta es casi 3 veces mayor con una profundidad financiera de 75% del PBI. El rezago es aún mayor en el mercado de bonos, donde el tamaño de este mercado en Chile de 18% del PBI es más de 3 veces superior al peruano que es 5% del PBI.”

¹ Cooper Claudia; “¿cómo aumentar la profundidad del mercado financiero peruano?”; página 4.

La revista inglesa **The Economist**² en su documento “Análisis de los Indicadores Económicos” señala que “La extensión de préstamos netos a los particulares financia la adquisición de viviendas y de bienes y servicios de los consumidores. Dichos préstamos tienden a ser sensibles a las tasas de interés y a la confianza de los consumidores. Se traduce directamente en un mayor gasto de los consumidores, producción e importaciones.

El crecimiento en el crédito a los particulares es generalmente bueno cuando hay poca demanda, pero puede volverse inflacionario cuando la demanda está en auge. Una excesiva extensión de préstamos para financiar la adquisición de otros activos financieros tales como las acciones, es también preocupante: puede contribuir al aumento en sus precios dando una sensación de riqueza a los consumidores y a una eclosión del gasto inflacionario.

Las empresas solicitan préstamos para financiar sus operaciones, inversiones y adquisiciones de otras empresas. El préstamo a las empresas generalmente disminuye cuando la economía está en expansión y un auge en las ventas genera más fondos. Por otro lado, habrá más actividad en las inversiones cuando las empresas sean más optimistas. Un desglose por industria revelará tendencias en varios sectores industriales.

Un alto nivel en la cantidad de préstamos puede reflejar ya sea optimismo e inversión o recesión y deudas. Las cifras en la producción, las órdenes y la capacidad de utilización indicarán cuáles son”.

Anzil Federico³ en su artículo “Crecimiento Económico” señala que “El crecimiento es una medida del bienestar de la población de un país o región económica y del éxito de las políticas económicas. Implícitamente, se supone que un elevado crecimiento económico es beneficioso para el bienestar de la población, es decir que un elevado crecimiento económico sería un resultado deseado por las autoridades políticas y por la población de un país. Aunque es una de las medidas mas utilizadas, tiene

² The Economist; “Análisis de los Indicadores Económicos”; páginas 172-173.

³ www.econlink.com.ar > [Economía](#) > [Crecimiento Económico](#)

inconvenientes que es necesario tener en cuenta; por ejemplo el PBI no tiene en cuenta externalidades; si el aumento del PBI proviene de actividades genuinamente productivas o de consumo de recursos naturales, y hay actividades que aumentan o disminuyen el bienestar o la producción y que no son incluidas dentro del cálculo del PBI, como la economía informal o actividades realizadas por fuera del mercado, como ciertos intercambios cooperativos o producción para el autoconsumo. Adicionalmente puede suceder que se evalúen políticas económicas mediante el uso del crecimiento económico en períodos de tiempo determinados sin tener en cuenta transferencias intergeneracionales de recursos, como endeudamiento o consumo de recursos no renovables. El crecimiento económico tampoco tiene en cuenta lo que sucede con la distribución del ingreso. Usualmente se considera que una distribución del ingreso más progresiva implica un mayor bienestar. A pesar de todo esto, la medida de crecimiento económico es muy útil para analizar muchos elementos de la economía y la política económica.

Un concepto más amplio que capta los aspectos no considerados por el PBI es el concepto de desarrollo económico, que incluye, además de aspectos como el nivel de producción, aspectos estructurales como la educación de la población, indicadores de mortalidad, esperanza de vida, etc. En el concepto de desarrollo también se incluyen nociones más abstractas como la libertad política, la seguridad social, etc.

¿Porqué no se usa el concepto de desarrollo económico u otras medidas del bienestar en lugar del concepto de PBI para medir el crecimiento económico? Básicamente, por la dificultad para medir el desarrollo económico. El desarrollo económico es un concepto muy amplio y no hay un consenso general sobre su definición exacta. Por otro lado, también es muy difícil trasladar la observación de desarrollo económico a una medida numérica del mismo, las comparaciones interregionales e intertemporales son muy difíciles. El PBI es una medida numérica de fácil interpretación, además, encaja bien en los modelos económicos, donde en general el producto de una economía es el resultado de la combinación de insumos productivos (capital y trabajo) utilizando una tecnología determinada.

Las teorías económicas de crecimiento se refieren al crecimiento de la producción potencial, o nivel de producción de pleno empleo y suele dar tres tipos de respuestas con respecto a las causas del crecimiento económico : la primera nos dice que la economía crece porque los trabajadores tienen cada vez más instrumentos para sus tareas, más máquinas, es decir, mas **capital**. Para los defensores de esta idea, la clave del crecimiento económico está en la inversión. La segunda respuesta es que los trabajadores con un mayor stock de conocimientos son más productivos y con la misma cantidad de insumos son capaces de obtener una mayor producción. Entonces la clave del crecimiento sería la educación, que incrementaría el **capital humano** o trabajo efectivo. El tercer tipo de respuesta nos dice que la clave está en obtener mejores formas de combinar los insumos, máquinas superiores y conocimientos más avanzados. Los defensores de esta respuesta afirman que la clave del crecimiento económico se encuentra en el **progreso tecnológico**. En general se considera que estas tres causas actúan conjuntamente en la determinación del crecimiento económico”.

El premio Nóbel de la Paz **Muhammad Yunus**⁴ en su libro “El Banquero de los Pobres” hace un recuento de cómo combatir la pobreza mediante los microcréditos; al respecto señala que “La universidad donde yo impartía docencia y donde ejercía como director del departamento de economía estaba situada en el extremo sudoriental del país y, al principio, no prestamos especial atención a las noticias de los diarios que hablaban de muerte y hambre en las remotas aldeas del norte. Pero pronto empezaron a aparecer personas de apariencia esquelética en las estaciones de ferrocarril y de autobús de la capital, Dacca. Aquel goteo inicial desembocó rápidamente en una riada. Había personas hambrientas por todas partes. Muchas se quedaban sentadas, tan inmóviles que era imposible determinar con seguridad si estaban vivas o muertas. Todas parecían iguales: hombres, mujeres, niños y niñas. Los ancianos tenían aspecto de niños, y los niños, de ancianos.

⁴ Muhammad Yunus; “El Banquero de los Pobres”; páginas 11-12.

El gobierno instaló comedores públicos donde se repartían raciones de gachas, pero en todos ellos se agotaba enseguida el arroz. Los periodistas intentaban advertir a la nación del extremo de la hambruna. Las instituciones de investigación recopilaban estadísticas sobre los orígenes y las causas de aquella repentina migración hacia las ciudades. Las organizaciones religiosas movilizaron a sus propias patrullas para recoger los cadáveres de las calles y enterrados con arreglo a los rituales apropiados. Pero el simple acto de recoger muertos se convirtió pronto en una tarea que superaba el límite máximo de lo que estos equipos estaban preparados para soportar.

Las personas hambrientas no iban pronunciando eslóganes en voz alta. No exigían nada de nosotros, la bien alimentada población urbana. Simplemente se tendían sin hacer ruido a la entrada de nuestras casas y allí aguardaban a que les llegara la muerte.

La gente puede perecer de muchas formas y por muchos motivos, pero hay algo en el hecho de morir de hambre que lo convierte en el modo más inaceptable de morir. Es algo que va sucediendo a cámara lenta. Segundo a segundo, la distancia entre la vida y la muerte se va reduciendo cada vez más hasta que la una y la otra están tan próximas que apenas si se puede apreciar la diferencia. Como el sueño cuando nos vence, morir de hambre es algo que nos sobreviene tan en silencio, tan inexorablemente, que ni siquiera nos damos cuenta de que está ocurriendo. Y todo porqué falta un puñado de arroz que llevarse a la boca en cada comida. En este mundo de abundancia, dejamos que un bebé diminuto, que no entiende todavía el misterio de ese mundo, llore y llore hasta dormirse sin la leche que necesita para sobrevivir. Y puede que al día siguiente ya no tenga fuerzas para seguir viviendo.

Recuerdo que solía encontrar estimulantes las elegantes teorías económicas que enseñaba a mis alumnos y que, supuestamente, podían curar los problemas sociales de toda clase. Sin embargo, en 1974, empecé a horrorizarme de mis propias lecciones. ¿De qué servían todas

mis complejas teorías cuando la gente se moría de hambre en las aceras y los porches que había justo enfrente del aula en la que yo enseñaba? Mis clases eran como las películas norteamericanas en las que los buenos siempre ganan. Pero cuando abandonaba el confort del aula, me veía enfrentado a la realidad de las calles de la ciudad. Allí se apaleaba y se pisoteaba sin piedad a la gente buena. La vida diaria empeoraba por momentos y las personas pobres lo eran cada vez más.

En las teorías económicas que yo enseñaba no había nada que reflejase la vida que me rodeaba. ¿Cómo podía yo continuar hablándoles a mis estudiantes de aquellas historietas fantasiosas que yo explicaba en nombre de la economía? Deseaba convertirme en un fugitivo de la vida académica. Necesitaba huir de aquellas teorías y de mis libros de texto para descubrir la economía real de la existencia de una persona pobre.

Tuve entonces la fortuna de que una pequeña población rural, Jobra, estuviera cerca del campus. En 1958, el mariscal de campo Ayub Khan había tomado el poder por medio de un golpe de Estado militar y se había proclamado presidente de Pakistán. Temeroso de las revueltas estudiantiles, ordenó que todas las nuevas universidades que se construyeran se ubicaran en emplazamientos alejados de los centros urbanos. Su miedo a la agitación política había sido el motivo de que la nueva Universidad de Chittagong, en la que yo impartía docencia, se hubiese construido en un terreno accidentado y montañoso de la provincia rural de Chittagong, al lado de la aldea de Jobra.

La proximidad de Jobra la convertía en la elección perfecta para mi nuevo tema de estudio. Decidí volver a ser un estudiante novel como antaño, sólo que, en este caso, los vecinos y las vecinas de Jobra serían mis profesores. Me prometí aprender tanto como me fuera posible sobre aquel pueblo. Las universidades tradicionales habían creado una enorme distancia entre sus estudiantes y la realidad de la vida cotidiana en Bangladesh. En lugar de dedicarme a la docencia tradicional a través de los libros, lo que yo quería era enseñar a mis estudiantes universitarios a

comprender la vida de una persona pobre concreta. Cuando sostenemos el mundo en la palma de la mano y lo inspeccionamos a vista de pájaro, tendemos a volvernos arrogantes: no nos damos cuenta de lo mucho que se difuminan las cosas cuando se contemplan desde semejante distancia. Yo opté por vedas «a vista de gusano» con la esperanza de que si estudiaba la pobreza de cerca, lograría comprenderla más a fondo.

Mis reiterados viajes a los pueblos y aldeas de los alrededores del campus de la Universidad de Chittagong me permitieron hacer descubrimientos que, a la larga, resultarían esenciales para fundar el Banco Grameen. Las personas pobres me enseñaron una economía completamente nueva. Aprendí desde su propia perspectiva los problemas a los que se enfrentan. Probé con un montón de cosas. Algunas funcionaron; otras no. Una que sí salió bien fue la de ofrecer préstamos destinados al autoempleo. Aquellos préstamos constituyeron un punto de partida para la industria artesanal y para otras actividades generadoras de ingresos que aprovechaban las habilidades que las personas prestatarias ya poseían.

Jamás imaginé que mi programa de microcréditos sería la base de un banco de los pobres de ámbito nacional que prestaría servicio a 4,35 millones de personas o que sería luego adaptado a más de 100 países de 5 continentes. Yo sólo trataba de aliviar mi culpa y satisfacer mi deseo de ser útil a unos seres humanos que se morían de hambre. Pero aquello no se detuvo en sólo unas pocas personas. Quienes pidieron préstamos y sobrevivieron no dejaron que así fuera. Y, en poco tiempo, yo tampoco estaba ya dispuesto a dejarlo”.

Roberts Richard⁵ del The Economist en su documento “Wall Street : Mercados, Mecanismos y Participantes” menciona que Las bolsas de valores son mercados organizados cuyo propósito es llevar a cabo la negociación centralizada de títulos. Son instituciones que tienen una constitución, miembros y reglas que regulan las negociaciones para asegurar un mercado eficaz, atractivo y legal. También tienen reglas sobre la cotización de los

⁵ Roberts Richard; “Wall Street”; página 147.

valores que se comercializan en la bolsa: se requiere que las sociedades, cuyos valores cotizan en bolsa, observen los estándares especificados sobre contabilidad e información que, a menudo, van más allá de los requerimientos legales.

Las bolsas brindan facilidades para la compra y venta de activos financieros; pero no negocian ellas mismas. Entre las facilidades se incluyen: los edificios, la tecnología para la comercialización, los sistemas para la informatización del mercado y el personal profesional. Las bolsas de valores ayudan a negociar los valores uniendo a compradores y vendedores, la gran cantidad de participantes que mejoran la liquidez del mercado y promocionan mejores precios. Mediante la recolección y publicación de volúmenes y precios, las bolsas brindan información importante sobre los mercados a los inversores; sus reglas y procedimientos aseguran el cumplimiento de las responsabilidades, por parte de las partes a efectuar transacciones.

Las bolsas son mercados secundarios, donde se comercializan valores emitidos y en circulación. Desempeñan un papel tangencial, pero significativo en el proceso del mercado primario para obtener capitales nuevos, de dos maneras. Primero, mediante la cotización de los valores de las empresas nuevas en el mercado; esas emisiones se conocen como ofertas públicas iniciales (IPO); y segundo, mediante las señales que ofrece un mercado bien organizado en cuanto a la determinación del precio y el tiempo de las emisiones nuevas para los emisores que buscan recaudar fondos.

Las bolsas de valores de EE.UU. son asociaciones voluntarias de miembros, no clubes privados. Fueron reguladas por la legislación federal mediante la ley de Bolsas de Valores de 1934 que convertía en ilegal a un corredor, agente o bolsa que utilizara el correo o cualquier medio para llevar a cabo una transacción comercial interestatal o que llevara a cabo una transacción con un valor, a no ser que dicha bolsa hubiera estado registrada como bolsa nacional de valores en la Securities and Exchange Commission (SEC). Para

el proceso de registraci3n, se debe llenar una declaraci3n en la que se manifiesta el compromiso de cumplir y hacer cumplir las leyes federales de valores, mediante las reglas de las bolsas”

2.2 Bases Te3ricas

Durante el desarrollo del presente trabajo de investigaci3n se har3 uso de la teor3a financiera y en particular lo referido al mercado de capitales; asimismo se har3 uso de la teor3a del desarrollo econ3mico.

2.3 Definiciones Conceptuales

Durante el desarrollo de la presente tesis se har3 uso de los siguientes conceptos:

- **PBI:** en macroeconom3a, el producto bruto interno (PBI) es una medida macroecon3mica que expresa el valor monetario de la producci3n de bienes y servicios finales de un pa3s durante un per3odo determinado de tiempo (normalmente un a3o); el PBI es usado como una medida del bienestar material de una sociedad y es objeto de estudio de la macroeconom3a; su c3lculo se encuadra dentro de la contabilidad nacional.
- **Rentabilidad:** es el dinero adicional que una persona puede ganar ma3ana al sacrificar una parte del consumo equivalente a una cantidad determinada de dinero; es la compensaci3n (tasa de inter3s o ganancia) obtenida por ahorrar (invertir); es calculada de la siguiente manera :

$$\frac{[(\text{valor final de la inversi3n} / \text{valor inicial de la inversi3n}) - 1] * 100\%}{100\%}$$

- **Tasa libre de riesgo o valor del dinero en el tiempo:** equivale a la tasa de inter3s m3nima que el inversionista demandar3 en un instrumento sin riesgo en un contexto sin inflaci3n; afecta a cualquier

instrumento de inversión; se usa como aproximación la tasa de interés que rinden los instrumentos de renta fija menos riesgosos; permite calcular cuánto se va a ganar en consumo futuro de bienes y servicios.

Riesgo: el pago futuro del ahorro comprometido está sujeto a diferentes niveles de incertidumbre de modo que en determinados casos (dependiendo del tipo de inversión arriesgada o segura) podría no obtenerse la rentabilidad esperada; así, no es lo mismo invertir US\$ 100,000 en un banco de primera línea subsidiaria de una transnacional que en una caja municipal; en el primer caso la tasa de interés será baja y en el segundo será más alta; este diferencial es la prima por el riesgo.

- **Diversificar:** es invertir en diferentes alternativas; no poner todos los huevos en una misma canasta; así, si una de las alternativas elegidas fracasa, aún existirán otras que puedan resultar exitosas, compensando así la pérdida observada; por lo tanto, a mayor diversificación, menor riesgo; la capacidad de diversificación está limitada por el tamaño del dinero a invertir; una buena alternativa para los pequeños inversionistas (personas) es adquirir fondos mutuos y con ello acceder a la diversificación; los fondos mutuos diversifican sus inversiones entre una gran variedad de valores.
- **Horizonte de inversión:** es el periodo de tiempo en el cual se espera mantener el dinero invertido en diferentes alternativas de inversión; los factores que determinan el horizonte de inversión son :
 - la edad de los inversionistas;
 - los gustos y preferencias de los inversionistas;
 - el horizonte de inversión puede ser de corto o de largo plazo; en los casos de horizontes de inversión a largo plazo, las personas pueden adquirir activos de menor liquidez y pueden necesitar un

portafolio con mayores niveles de riesgo con el objetivo de obtener mayor retornos, dado que los malos años pueden compensar a los buenos años; para los casos de horizontes de inversión a corto plazo, los inversionistas requieren invertir en activos más líquidos y de menores niveles de riesgo y por tanto de bajos retornos;

- el efecto capitalización de la rentabilidad es mucho mayor en el largo plazo; por ejemplo en el caso de los fondos de pensiones en el Perú los aportes representan 57% del fondo acumulado y la rentabilidad el 43% del fondo (en 12 años); en Chile los aportes representan el 40% y la rentabilidad 60% del fondo en 23 años; en mercado maduros como en los Estados Unidos el 80% de la pensión proviene de la rentabilidad y sólo el 20% de la pensión es financiada por aportes (periodos de 30 a 40 años);
 - una disminución de 1% de la rentabilidad para un afiliado de 30 a 40 años que se jubilará a los 65 años puede significar entre el 20 a 30% menos de pensión futura.
- **Economía globalizada** : la inversión financiera se puede realizar en el Perú o en el extranjero; asimismo, lo que suceda en la economía mundial puede afectar la economía del Perú y las inversiones realizadas tanto en el país como en el extranjero; se pueden realizar inversiones en economías estables como en los países desarrollados (considerados de grado de inversión) o en economías no tan estables como los países del Tercer Mundo (considerados como especulativas); a su vez, la inversión puede ser realizada en diferentes monedas tales como en US dólares, soles, euros, yenes, libras esterlinas, entre otras; asimismo, se puede invertir en diferentes instrumentos tales como de renta fija (bonos), de renta variable (acciones) o instrumentos de corto plazo o de manejo de tesorería (depósitos a plazo menores a un año o papeles comerciales); por otra parte, si un porcentaje alto está invertido por ejemplo en el Perú lo que pase con el riesgo país (factores

políticos, sociales, terrorismo, desconfianza) afectará de manera importante los retornos esperados.

- **Oferta Pública de Valores:** es la invitación para la adquisición o venta de valores, la cual está adecuadamente difundida y está dirigida al público en general o a determinados segmentos de éste; en este caso tanto las empresas como los valores emitidos deben estar inscritos en el Registro Público de la CONASEV.
- **Oferta Privada de Valores:** es la invitación para la adquisición o venta de valores realizada a través de medios no masivos de difusión; está dirigida únicamente a inversionistas institucionales; no está supervisado por la CONASEV; sin embargo, para el caso de valores a ser adquiridos por los fondos de pensiones requiere la inscripción en el registro de la SBS.
- **Mercado Primario:** es aquel en el que se realiza la emisión de nuevos valores por parte de un emisor; generalmente se realiza en mecanismos no centralizados de negociación (over the counter–OTC) tanto para ofertas públicas como privadas.
- **Mercado Secundario:** es aquel en el que se realiza la transferencia de valores emitidos y colocados previamente; puede darse a través de mecanismos centralizados de negociación (sólo para ofertas públicas por ejemplo a través del ELEX o MIEM de la Bolsa de Valores) o a través de mecanismos no centralizados de negociación (OTC–por ejemplo Datatec o directamente entre las partes).
- **Fondo de Pensiones:** son portafolios de inversión en los cuales un grupo de personas (afiliados) entregan sus ahorros obligatorios a un administrador (AFP) para que en el largo plazo obtengan una pensión futura.

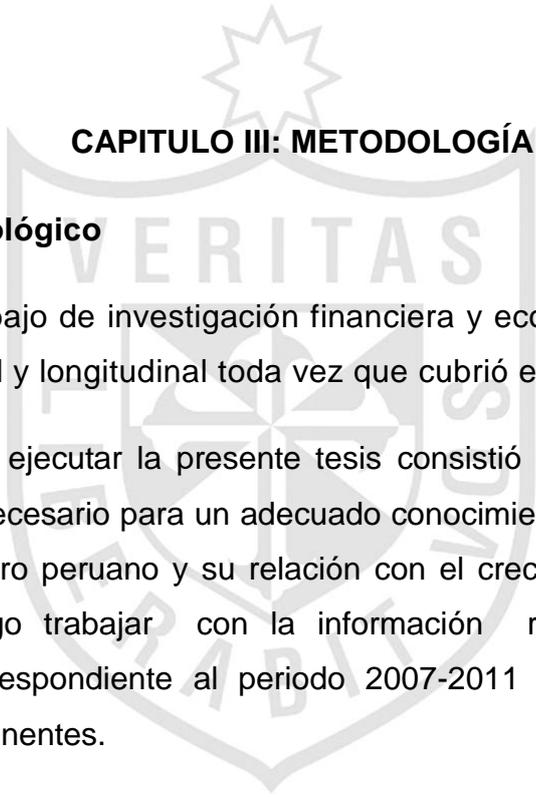
2.4 Formulación de Hipótesis

2.4.1 Hipótesis General

La mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa del país que están privilegiando el uso del mercado de capitales para financiar sus proyectos de inversión y crecimiento en desmedro del financiamiento bancario con la finalidad de optimizar sus gastos financieros.

2.4.2 Hipótesis Especificas

- La creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual ha dado lugar a una fuerte disminución de la tasa de interés activa en dicho segmento.
- La inversión financiera institucional ha superado la demanda de financiamiento de mediano y largo plazo en el país debido a la falta de agresividad empresarial resultado de la deficiente infraestructura económica del país.



CAPITULO III: METODOLOGÍA

3.1 Diseño metodológico

El presente trabajo de investigación financiera y económica es de carácter no-experimental y longitudinal toda vez que cubrió el periodo 2007-2011.

El método para ejecutar la presente tesis consistió en formular primero el marco teórico necesario para un adecuado conocimiento e interpretación del sistema financiero peruano y su relación con el crecimiento económico del país, para luego trabajar con la información recopilada de origen secundario correspondiente al periodo 2007-2011 sobre las variables e indicadores pertinentes.

El presente trabajo de investigación es tanto descriptivo como explicativo; es descriptivo porque se estudió la evolución de las diversas variables, tanto macroeconómicas como financieras; y es explicativo porque se sustentó en las relaciones entre las variables involucradas en el trabajo investigación; asimismo, esta tesis es eminentemente aplicada toda vez que sus conclusiones y recomendaciones intentan lograr un mayor impulso y desarrollo del sistema financiero peruano, que permita a su vez una mayor tasa de crecimiento económico del país.

3.2 Población y muestra

No es aplicable.

3.3 Operacionalización de variables

Enseguida se muestran las principales variables utilizadas durante la presente tesis acompañada de uno o más indicadores que nos permiten su medición cuantitativa; asimismo, en algunos casos la misma variable es factible de ser medida directamente y por lo tanto no se presentan sus indicadores correspondientes.

Hipótesis General

Variable independiente:

- variable : Estructura de financiamiento en mercado de capitales
- indicadores : patrimonio de AFPs, patrimonio de fondos mutuos

Variable dependiente

- variable : Optimización de gastos financieros
- indicadores : tasa de interés activa de la banca comercial, cupones de bonos corporativos

Hipótesis Especifica 1

Variable independiente:

- variable : Participación de la banca comercial en el segmento de las microfinanzas
- indicador : colocaciones de la banca comercial en el segmento de las microfinanzas

Variable dependiente

- variable : Disminución de la tasa de interés activa en las microfinanzas
- indicador : tasa de interés activa de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito

Hipótesis Específica 2

Variable independiente:

- variable : Deficiente infraestructura económica de apoyo en el Crecimiento económico del país
- indicadores: valor de las inversiones requeridas para mejorar la infraestructura económica del país.

Variable dependiente

- variable : Inversión de las AFPs en el país
- indicador : valor del patrimonio de las AFPs en millones de US\$

3.4 Técnicas de recolección de datos

La información recopilada para la elaboración de la presente tesis se procesó y se consistenció, debido a que las diversas fuentes de información no fueron homogéneas; luego se procedió a elaborar diferentes que estadísticos (promedios simples y ponderados, estructuras, tasa de crecimiento, índices de estacionalidad) y gráficos sobre la evolución histórica de cada una de las variables realizando un análisis descriptivo de cada una de ellas; cabe precisar que este análisis descriptivo estuvo orientado a facilitar la verificación de nuestras hipótesis.

Este trabajo de investigación no utilizó ningún instrumento porque se hizo uso de información secundaria de los organismos públicos y privados ya mencionados.

3.5 Técnicas para el procesamiento de la información

Después de recopilada y consistenciada la información secundaria, se elaboró cuadros estadísticos y gráficos sobre el devenir histórico de cada una de las variables e indicadores a fin de facilitar el análisis descriptivo de cada una de ellas utilizando el método inductivo-deductivo.

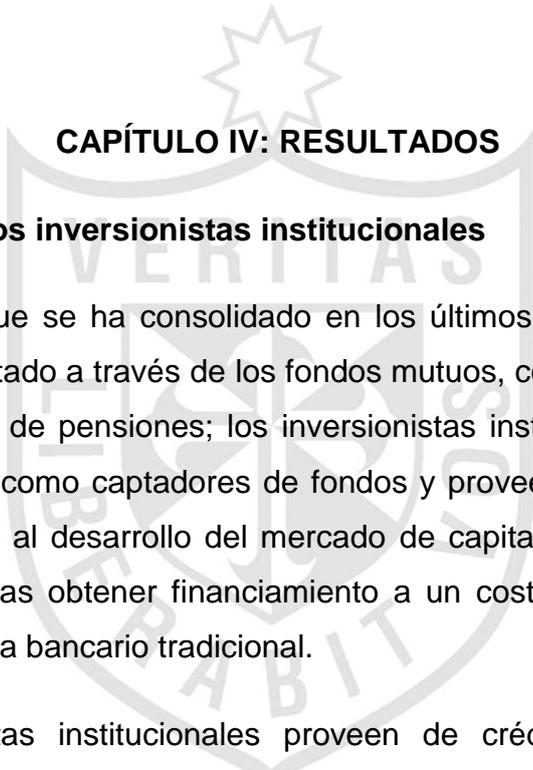
El procesamiento de la información antes recopilada y consistenciada implicó el cálculo de promedios simples y ponderados de las variables e indicadores; asimismo la estimación de tasas de crecimiento y de estructuras porcentuales de dichas variables e indicadores tanto a nivel nacional como regional.

Finalmente, se inició el análisis de la relación entre las principales variables antes mencionadas; es decir, la búsqueda de relaciones causa-efecto entre ellas con la finalidad de comprobar o rechazar las hipótesis planteadas; este método se complementó con el análisis deductivo-inductivo; es decir, pasando de lo general (mercado financiero nacional) hacia lo particular (segmentos del mercado financiero) y viceversa.

3.6 Aspectos éticos

En la presente investigación se tuvo en cuenta el código de ética del contador. Así mismo los principios éticos de: integridad, objetividad, competencia profesional, responsabilidad, confidencialidad y comportamiento profesional. Cumpliendo las leyes y reglamentos, rechazando cualquier acción que desacredite la veracidad del contenido de la tesis y el reconocimiento a los autores que nos han antecedido en la investigación.

La investigación ha sido diseñada teniendo en cuenta las normas establecidas por la Escuela de Post Grado, ciñéndonos a la estructura aprobada por la Universidad y considerando su código de ética.



CAPÍTULO IV: RESULTADOS

4.1 Desarrollo de los inversionistas institucionales

Un segmento que se ha consolidado en los últimos años es el del ahorro institucional captado a través de los fondos mutuos, compañías de seguros y fondos privados de pensiones; los inversionistas institucionales han venido consolidándose como captadores de fondos y proveedores de crédito; este hecho responde al desarrollo del mercado de capitales que ha permitido a muchas empresas obtener financiamiento a un costo relativamente menor que en el sistema bancario tradicional.

Los inversionistas institucionales proveen de crédito al sector privado mediante la adquisición de bonos e instrumentos de renta fija emitidos por empresas privadas a través del mercado de valores; los principales inversionistas institucionales en nuestro país son las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFP), los fondos mutuos de inversión (fondos mutuos) y las compañías de seguros.

Cabe señalar que este financiamiento se dirige fundamentalmente a las corporaciones y a las empresas grandes y con una buena clasificación de riesgo crediticio que son capaces de emitir valores mobiliarios; así tenemos que a septiembre del 2005, aproximadamente el 70% de los bonos en

circulación tenía la clasificación de riesgo máxima que es AAA, mientras que otro 23% tenía una clasificación de riesgo AA; entre los grandes emisores destacan principalmente empresas de los sectores telecomunicaciones, electricidad y energía; la mayor emisión de bonos y papeles comerciales por parte de estas empresas ha sido un factor adicional que explica la reducción del volumen de créditos comerciales de las empresas bancarias.

La tendencia apunta hacia un desarrollo gradual del mercado de valores como una alternativa para obtener financiamiento empresarial; para ello, sin embargo, se requerirá reformas del mercado de valores para generar una mayor eficiencia, una mayor transparencia y una mayor protección de los derechos de los inversionistas minoritarios (accionistas y acreedores).

4.1.1 Fondo de privado de pensiones

Desde el esfuerzo pionero de Chile, el cual se llevó a cabo en 1981, muchos países de América Latina han emprendido una reforma de fondos de pensiones, incluyendo la introducción de la administración privada de los ahorros obligatorios de pensión al mismo tiempo o como remplazo del sistema público de pensiones.

Un sistema previsional cuenta con 2 objetivos:

- lograr que la mayor proporción posible de la población posea un plan de pensiones, lo cual significa que el sistema previsional cuente con un alto nivel de cobertura;
- procurar que las prestaciones del sistema permitan cubrir las necesidades de dicha población durante su vejez.

Por otra parte, existen 2 tipos de sistemas previsionales:

- el sistema de reparto que tuvo vigencia en nuestro país hasta 1993; en este sistema no existe un fondo debido a que éste se reparte; este sistema es de propiedad común porque permite que los administradores distribuyan los fondos entre los afiliados del sistema o desde los afiliados a otras personas que se encuentran fuera del sistema; esto da lugar a la generación de transferencias intra e intergeneracionales;

- el sistema de capitalización creado por Chile no paga beneficios a las personas que no contribuyeron y por lo tanto no existen transferencias intergeneracionales; este sistema de capitalización se limita a pagar pensiones de vejez (adicionalmente provee los servicios de jubilación anticipada, pensión de invalidez, pensión de sobrevivencia y gastos de sepelio) y no otros beneficios tales como el de la salud; en este sistema existe un fondo generado por las personas que cotizaron antes de su vejez; en el sistema privado de pensiones adoptado por nuestro país mediante el Decreto Ley 25897 de noviembre de 1992, existe capitalización de cuentas individuales, permitiendo a los afiliados tener libertad para elegir a la institución provisional de su preferencia de manera independiente del empleador; cuenta con la ventaja de fomentar el ahorro privado en una forma que se canaliza hacia inversiones productivas principalmente del sector privado vía el mercado de capitales.

Cabe añadir que las cuentas (fondos) individuales de capitalización están conformados principalmente por:

- los aportes obligatorios y voluntarios de los afiliados;
- los aportes voluntarios que efectúen los empleadores a favor de los afiliados;
- las ganancias de capital y demás rendimientos que generen de las cuentas individuales de capitalización.

El cambio hacia un sistema de capitalización involucra necesariamente la introducción de una política fiscal diseñada para aliviar el problema de los actuales jubilados; de otro lado, la forma de financiamiento del déficit previsional inducido por la reforma determina la dirección y la magnitud de las transferencias intra e intergeneracionales; el déficit previsional tiene su origen en la pérdida de ingresos del sistema antiguo como resultado del traslado masivo de cotizantes al nuevo sistema; además cuando nacieron las AFPs el Estado se comprometió con los trabajadores que se desplazaron a la nueva alternativa a reconocerles un bono de reconocimiento por el periodo que hubieran aportado al régimen anterior;

habiéndose emitido el bono de reconocimiento, éste fue entregado a una AFP para su administración; el reconocimiento de este déficit como una responsabilidad del Estado transforma el déficit previsional en un problema fiscal que restringe el diseño de la política macroeconómica.

En el siguiente cuadro se puede apreciar cómo se ha expandido por todo el mundo el sistema privado de pensiones creado por Chile en 1980 e introducido en el Perú en 1993; asimismo, el total administrado por las AFPs en el Perú (US\$ 7820 millones a diciembre del 2004), era solamente el 10.5% del total administrados por las AFPs de Chile.

Cuadro N° 1
Expansión Mundial de las AFPs : 2004

país	trabajadores afiliados millones	fondos acumulados miles millones US\$	aporte per cápita US\$
México	35.3	55.0	1558
El Salvador	1.3	3.0	2308
Perú	3.4	7.8	2300
Bolivia	1.0	2.0	2105
Chile	7.4	74.0	10000
Argentina	10.6	22.0	2075
Uruguay	0.7	2.0	2857
Colombia	6.3	16.0	2540
República Dominicana	0.3	1.3	4333
Costa Rica	1.2	0.7	583
resto	26.3		
total mundial	93.9		

Fuente : Asociación de AFPs.

4.1.1.1 Fondo privado de pensiones en el mundo

A lo largo de las últimas décadas se han desarrollado en muchos países, principalmente en los más avanzados, sistemas orientados a la localización del ahorro de las familias a largo plazo; de otro lado, el cada vez mayor convencimiento a nivel internacional de la necesidad de incentivar fórmulas de prestación complementaria de pensiones, dadas las dificultades que previsiblemente tendrán los sistemas públicos para mantener niveles de coberturas elevados como consecuencia fundamentalmente del aumento de la esperanza de vida, ha propiciado un fuerte crecimiento en las dos últimas décadas de los denominados fondos de pensiones privados.

Si bien existen fórmulas alternativas a las de los fondos de pensiones privados para la materialización de lo que podría denominarse el ahorro-previsión (fundamentalmente mediante contratos propios de la actividad aseguradora), lo cierto es que el mercado de los fondos de pensiones privados y la industria financiera ligada a los mismos, sin haber sido inmunes a la grave crisis económica y financiera internacional que se inició en 2007, ha tenido una notable expansión.

Recientemente acaba de publicarse el informe anual en el que la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OCDE) desde 2005 analizan la evolución y estructura de este mercado en el mundo; algunos aspectos llamativos de la radiografía que realiza son los siguientes:

- El volumen de la inversión de estos fondos es importante e igual a US\$ 16 billones al cierre de 2011, cifra en órdenes de magnitud similar a la de los fondos de inversión en el mundo;
- los fondos de pensiones privados tienen mayor presencia en los países desarrollados; de la cifra anterior casi la totalidad (US\$ 15.5 billones) corresponden a fondos localizados en países de la OCDE;
- a pesar de la pérdida de peso relativo a lo largo del tiempo, se da un alto grado de concentración de estos fondos en Estados Unidos, acaparando más del 50% de la mencionada inversión; otros países destacados, cuyos fondos concentran inversiones por más de US\$ 1 billón son el Reino Unido, Japón, Australia, Holanda y Canadá, tal como puede apreciarse en el siguiente cuadro; en términos relativos respecto del PBI destaca sin embargo Holanda (138%);
- existen notables diferencias entre los distintos países de la OCDE, expresivas del diferente papel que juega el sistema de pensiones públicas, el posible mayor desarrollo de sistemas alternativos de ahorro-previsión (seguros de ahorro-vida, por ejemplo), el propio desarrollo del país en cuestión o incluso rasgos culturales relacionados con las preferencias de las familias para la localización del ahorro (la tradicional preferencia por la inversión inmobiliaria en España por ejemplo).

Es previsible que a medio plazo este sector de la industria financiera mantenga su desarrollo; tanto por su papel de sistema complementario de las pensiones

públicas (crecientemente amenazadas en muchos países) como de sistema casi obligado de ahorro previsión (junto a otras alternativas privadas) en países emergentes; no obstante, su evolución va a estar condicionada a corto plazo por el impacto que sobre el ahorro de las familias puede seguir teniendo en muchos de ellos el alargamiento de la crisis financiera internacional.

Cuadro N° 2
Fondo Privado de Pensiones

miles millones US\$

	2011	participación %
1 Estados Unidos	8166.8	52.51
2 Reino Unido	1643.2	10.56
3 Japón	1134.5	7.29
4 Australia	1033.9	6.65
5 Países Bajos	893.0	5.74
6 Canadá	853.5	5.49
7 Suiza	543.1	3.49
8 Finlandia	154.2	0.99
9 Alemania	150.7	0.97
10 Dinamarca	127.9	0.82
11 México	115.0	0.74
12 Chile	112.3	0.72
13 Israel	92.7	0.60
14 España	89.6	0.58
15 Italia	82.5	0.53
16 Irlanda	77.6	0.50
17 Polonia	59.7	0.38
18 Corea	38.4	0.25
19 Suecia	35.0	0.23
20 Noruega	27.8	0.18
21 Nueva Zelanda	19.1	0.12
22 Bélgica	16.8	0.11
23 Austria	15.8	0.10
24 Portugal	14.2	0.09
25 Islandia	14.0	0.09
26 Turquía	13.1	0.08
27 República	10.8	0.07
28 Rep. Eslovaca	6.2	0.04
29 Francia	5.2	0.03
30 Hungría	4.1	0.03
31 Eslovenia	1.3	0.01
32 Estonia	1.2	0.01
33 Luxemburgo	0.9	0.01
34 Grecia	0.1	0.00
total OCDE	15554.2	100.00
Latinoamérica	535.6	3.35
. Brasil	270.0	1.69
Asia	1411.1	8.83
total mundial	15987.1	100.00

Fuente : OCDE, Global Pension Statistics; cálculos del autor.

Nótese en el cuadro anterior que México y Chile ocupan los lugares 11 y 12 dentro del total de los 34 países de la OCDE con mayores niveles en sus respectivos fondos privados de pensiones; teniendo en cuenta que la población d Chile el 2011 era de 17.3 millones mientras que la México era de 117.4 millones; esto significa que Chile tenía el 2011 un ahorro previsional privado per cápita de US\$ 6491; en cambio el ahorro previsional privado per cápita de México era de solamente US\$ 980; este tipo de ahorro en el Perú era al cierre del 2011 de US\$ 1018, ligeramente superior al de México, pero 6 veces menor que en Chile.

Existen 24 países en el mundo con sistemas de capitalización individual, de los cuales 10 pertenecen a América Latina tal como se indica en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 3
Países con Sistema de Capitalización Individual

país	creación
Chile	1981
Perú	1992
Colombia	1994
Uruguay	1996
Bolivia	1996
El Salvador	1996
Costa Rica	1996
México	1997
Panamá	1997
República Dominicana	2001

Fuente : Asociación de AFP.

4.1.1.2 Fondo privado de pensiones y crédito al sector privado

Las emisiones de bonos corporativos así como de acciones son adquiridas por las AFPs constituyendo sus compras de estos valores una forma de contribuir al financiamiento de las empresas, en particular de las corporaciones y de la gran empresa.

En el siguiente cuadro se muestra la evolución de este tipo de crédito al sector privado durante el periodo 2001-2011; nótese que del total de la cartera administrada por las AFPs (S/. 81881 millones), al cierre del 2011 el 23% se destinaron a las compras de valores de las corporaciones y de la gran empresa (S/. 18883 millones); este tipo de crédito logrado en la Bolsa de Valores de Lima

creció a una tasa promedio anual del 23.6% que es bastante adecuada durante el periodo mencionado, pasando desde los S/. 2270 millones el 2001 hasta los S/. 18883 millones el 2011.

Cuadro N° 4
Fondo Privado de Pensiones

	miles										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
afiliados activos fin de año	2732	2994	3193	3397	3637	3882	4101	4297	4458	4642	4928
afiliados activos fin año (tasa crecimiento)	-	9.6	6.6	6.4	7.1	6.7	5.6	4.8	3.8	4.1	6.2
nuevos afiliados	-	262	199	204	240	245	219	229	197	220	314
A cartera administrada (millones S/.)	12346	15711	21906	25650	33495	44712	57511	49881	69287	87296	81881
B crédito al sector privado (% A)	18.4	16.9	14.8	14.5	16.7	21.7	12.0	20.0	21.0	22.0	23.0
crédito sector privado (millones S/.)	2270	2661	3244	3729	5592	9681	6887	9976	14550	19205	18833
crédito sector privado (tasa crecimiento)	-	17.2	21.9	15.0	50.0	73.1	-28.9	44.9	45.8	32.0	-1.9

Fuente : BCR; SBS; cálculos del autor.

El dinámico crecimiento de este tipo de crédito al sector privado se sustentó en las excelentes utilidades de las AFPs así como en el incremento sostenido de nuevos afiliados que se elevó desde los 2.73 millones el 2001 hasta los 4.93 millones el 2011; durante el periodo 2001-2011 el número de afiliados creció a una tasa promedio anual del 6.1%; al respecto, solamente el 2011 el número de nuevos afiliados aportantes se elevó en 314 mil; adicionalmente la participación del crédito al sector privado dentro del total del valor de la cartera administrada por las AFPs volvió a sobrepasar el 20% a partir del 2008.

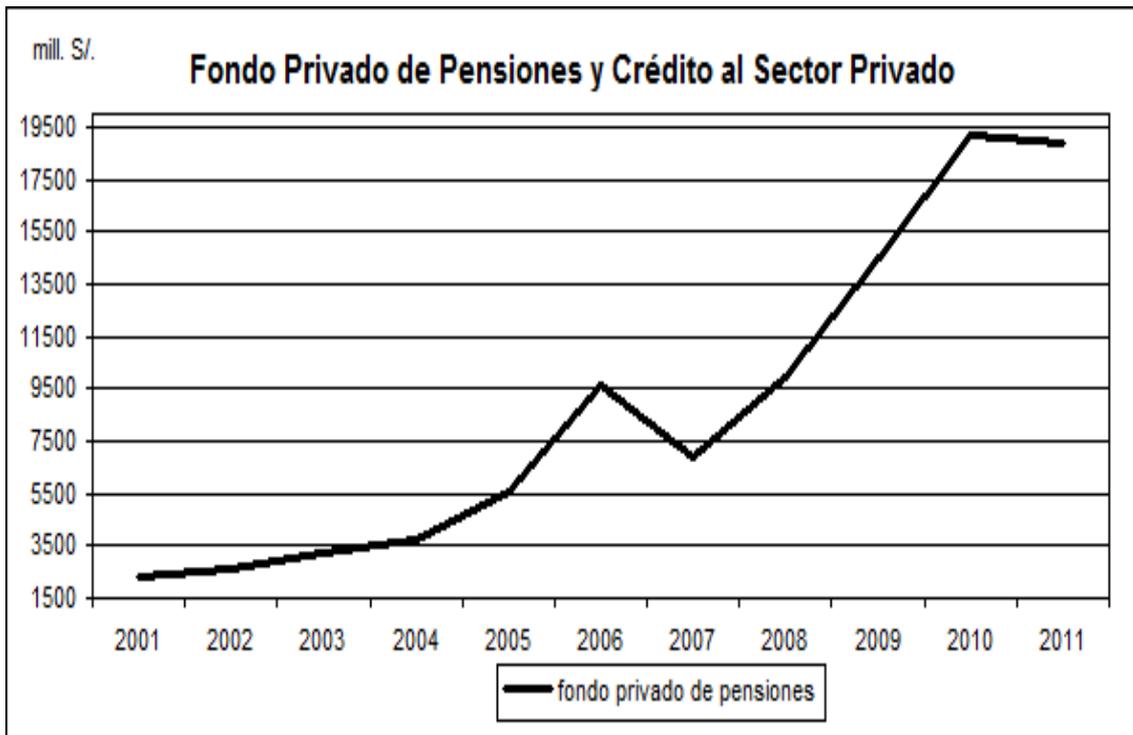
Cuadro N° 5
Países con Sistema de Capitalización Individual y Rentabilidad

país	creación	rentabilidad real (1) promedio anual (%)
Chile	1981	8.8
Perú	1992	8.1
Colombia	1994	10.6
Uruguay	1996	8.9
Bolivia	1996	6.1
El Salvador	1996	7.7
Costa Rica	1996	8.7
México	1997	6.3
República Dominicana	2001	2.8

(1) Desde inicio de operaciones hasta el 31.12.11.

Lo anterior se aprecia con mayor claridad en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 1

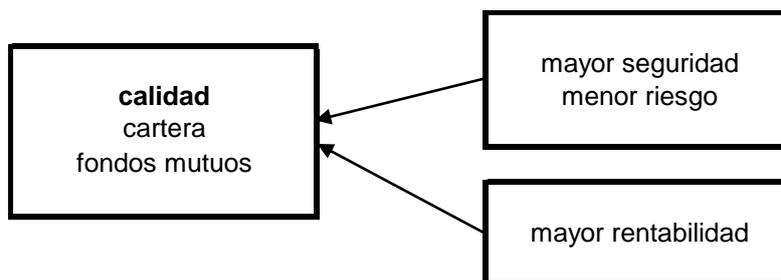


4.1.2 Fondos mutuos de inversión

Los fondos mutuos de inversión reciben fondos de personas y empresas y que sus gestores lo utilizan para comprar bonos del Estado por ejemplo; a principios de los 80 en los Estados Unidos estos fondos de inversión pagaban una tasa de interés del 14% anual, lo cual los puso de moda frente al mantenimiento de cuentas corrientes bancarias que no rendían intereses; en 1995 sin embargo estas tasas de interés disminuyeron hasta el 5%; en el Perú los fondos mutuos de inversión comenzaron a desarrollarse a partir de 1995.

Los administradores de los fondos mutuos de inversión sostienen que sus clientes no solamente buscan una mayor rentabilidad sino paralelamente una mayor seguridad, es decir que buscan la mejor combinación de rentabilidad y riesgo (calidad de cartera del fondo mutuo); los administradores están a la espera de que se amplíen las alternativas de inversión de los fondos mutuos.

Gráfico N° 2



Fuente: Elaboración propia.

La idea básica de un fondo mutuo es que muchos inversionistas le confían su dinero a una sociedad administradora, que cobra una comisión por sus servicios, para que ésta los invierta en instrumentos financieros autorizados por CONASEV (Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores); estos fondos mutuos pueden ser de renta variable (invierten en acciones) y de renta fija (invierten en bonos, papeles comerciales, depósitos de ahorro y a plazo) o una combinación de ambos; cada inversionista elige el tipo de fondo de acuerdo con sus preferencias (aversión al riesgo).

El patrimonio de un fondo mutuo está dividido en cuotas de características iguales, representadas por certificados de participación; el valor o precio de la cuota del día resulta de dividir el valor total del fondo entre el número de cuotas en poder de los inversionistas; el inversionista puede convertir su inversión en efectivo cuando quiera; la administradora le entregará el dinero valorizando las cuotas que vende al precio vigente de la cuota.

La inversión en cuotas de un fondo mutuo no equivale a un depósito de ahorro debido a que la adquisición de estas cuotas no genera intereses sino rendimientos, los cuales son resultado de la ganancia o pérdida de las inversiones realizadas con los recursos del fondo.

Las emisiones de bonos corporativos así como de acciones son adquiridas por los fondos mutuos de inversión constituyendo sus compras de estos valores una forma de contribuir al financiamiento de las empresas, en particular de las corporaciones y de la gran empresa.

4.1.2.1 Fondos mutuos de inversión y crédito al sector privado

En el siguiente cuadro se muestra la evolución de este tipo de crédito al sector privado durante el periodo 2001-2011; nótese que del total de la cartera administrada por los fondos mutuos de inversión (S/. 13794 millones), al cierre del 2011 el 34% se destinaron a las compras de valores de las corporaciones y de la gran empresa (S/. 4690 millones); este tipo de crédito logrado en la Bolsa de Valores de Lima creció a una tasa promedio anual del 16.3% que es adecuada durante el periodo mencionado, pasando desde los S/. 1032 millones el 2001 hasta los S/. 4690 millones el 2011.

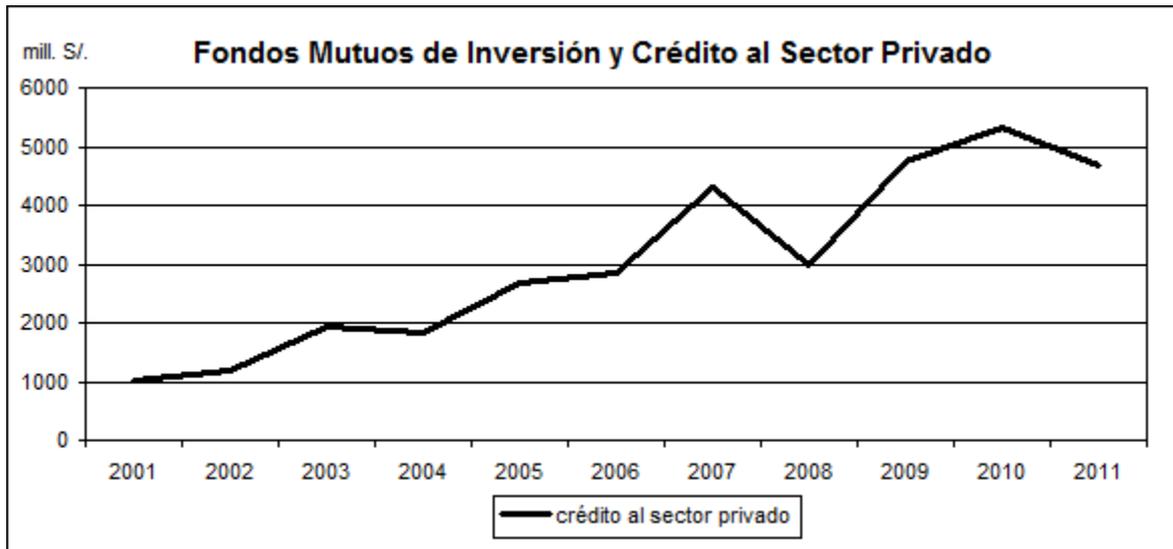
Cuadro N° 6
Fondos Mutuos de Inversión

	miles										
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
partícipes	41	57	66	115	165	167	274	198	266	278	263
partícipes (tasa crecimiento)	-	39.0	15.8	74.2	43.5	1.2	64.1	-27.7	34.3	4.5	-5.4
A cartera administrada (mill. US\$)	1182	1526	1980	2000	2750	2571	4321	2820	4851	5565	5109
cartera administrada (mill. S/.)	4066	5356	6871	6560	9405	8253	12877	8770	13971	15693	13794
B crédito al sector privado (% A)	25.4	21.9	28.3	28.2	28.5	34.3	33.4	34.0	34.0	34.0	34.0
crédito al sector privado (mill. US\$)	300	334	561	563	785	883	1444	959	1649	1892	1737
crédito al sector privado (mill. S/.)	1032	1172	1947	1847	2685	2834	4303	2982	4750	5336	4690
crédito sector privado (tasa crec.)	-	13.6	66.0	-5.1	45.4	5.6	51.8	-30.7	59.3	12.3	-12.1

No cabe duda que el crecimiento de la cartera administrada por los fondos mutuos depende directamente del número de partícipes así como de la rentabilidad del fondo; así la tasa de crecimiento promedio anual del número de partícipes ha sido del 20.4% durante el periodo 2001-2011, elevándose desde los 41 partícipes el 2001 hasta los 263 mil al cierre del 2011; nótese que a partir del 2006 alrededor de 1/3 de la cartera administrada por los fondos mutuos se utiliza en la compra de valores de las corporaciones y gran empresa en el Perú.

En el siguiente gráfico se aprecia la evolución del crédito al sector privado proveniente de los fondos mutuos durante el periodo 2001-2011.

Gráfico N° 3



4.1.3 Inversionistas institucionales, banca múltiple y competencia

En el siguiente cuadro se observa como las corporaciones y la gran empresa peruana comienzan a utilizar con mayor énfasis al mercado de capitales como su fuente de financiamiento; esto se observa con claridad durante el periodo 2001-2006 en que los inversionistas institucionales alcanzan su mayor participación (19.9%) dentro del total de financiamiento al sector privado, mientras que la banca múltiple reduce su participación desde el 93% el 2001 hasta el 80.1% el 2006.

El 2006 el crédito al sector privado de parte de los inversionistas institucionales fue de S/. 12515 millones habiendo crecido a una tasa promedio anual del 30.5% en el periodo 2001-2006; en cambio en este mismo periodo los créditos de la banca múltiple primero se estancaron y luego se redujeron durante el cuatrienio 2001-2004 para luego crecer a una tasa promedio anual del 10.8% en el bienio 2005-2006, es decir a una tasa muy por debajo de la tasa de crecimiento de los inversionistas institucionales.

Cuadro N° 7
Crédito al Sector Privado de Inversionistas Institucionales y Banca Múltiple

		millones soles										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
A	inversionistas institucionales	3302	3833	5191	5576	8277	12515	11190	12958	19300	24541	23523
	fondo privado de pensiones	2270	2661	3244	3729	5592	9681	6887	9976	14550	19205	18833
	fondos mutuos de inversión	1032	1172	1947	1847	2685	2834	4303	2982	4750	5336	4690
B	banca múltiple	43822	43682	41900	41039	47846	50339	66829	91879	92397	109722	151613
total		47124	47515	47091	46615	56123	62854	78019	104837	111697	134263	175136

		estructura %										
		2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
A	inversionistas institucionales	7.0	8.1	11.0	12.0	14.7	19.9	14.3	12.4	17.3	18.3	13.4
	fondo privado de pensiones	4.8	5.6	6.9	8.0	10.0	15.4	8.8	9.5	13.0	14.3	10.8
	fondos mutuos de inversión	2.2	2.5	4.1	4.0	4.8	4.5	5.5	2.8	4.3	4.0	2.7
B	banca múltiple	93.0	91.9	89.0	88.0	85.3	80.1	85.7	87.6	82.7	81.7	86.6
total		100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

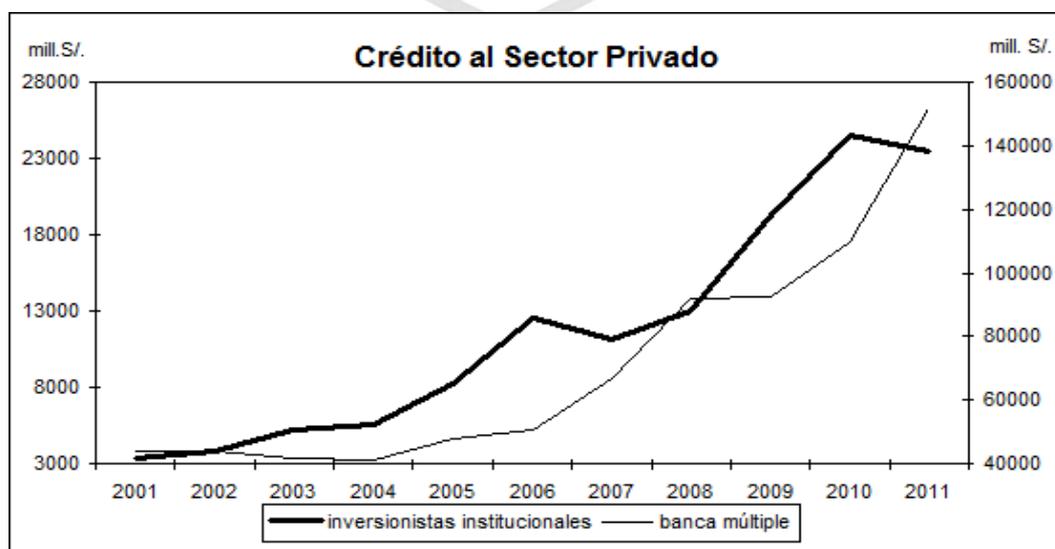
Fuente : BCR; SBS; cálculos del autor.

De lo anterior se desprende que la banca múltiple comienza a perder clientes grandes que orientan la consecución de su financiamiento hacia el mercado de valores de Lima debido a su menor costo y plazos de repago más amplios.

Luego durante el bienio 2007-2008, en medio de la crisis financiera internacional, la banca múltiple recupera participación gracias al aporte de sus créditos en el segmento de las microfinanzas que no se contraen durante los años de crisis internacionales; así, la participación de la banca múltiple se recupera desde el 80.1% del 2006 hasta el 87.6% el 2008.

Lo anterior se observa con claridad en el gráfico a continuación.

Gráfico N° 4



Durante los últimos años las corporaciones y las grandes empresas ya no solamente buscan financiamiento en el mercado de capitales del país sino también del extranjero, mientras que la banca múltiple, para no ver disminuida sus utilidades, intensifica su ingreso al segmento de las microfinanzas donde se ha desatado una guerra financiera por la apropiación de las tecnologías microfinancieras y por el mercado de las micro y pequeñas empresas.

Al respecto, la banca múltiple ha optado por comprar Cajas Rurales, Edpymes, etc. con la finalidad de acelerar su ingreso al segmento microfinanciero peruano que se caracteriza por el incremento reciente de la competencia, materializada de diversas formas:

- en primer lugar, desde 2009 se han incorporado nuevos entrantes al mercado, como las financieras Universal y Uno;
- en segundo lugar, la autorización en 2008 de la SBS a las CMAC para abrir sucursales en cualquier zona de Perú está sirviendo para incentivar la competencia; desde entonces, las instituciones que operan en más de una zona movilizan parte de los fondos captados en Lima para colocarlos en otras zonas del país; por su parte, aquellas que operan en una sola zona se ven obligadas a completar la financiación de su cartera recurriendo a mercados mayoristas;
- en tercer lugar, la entrada de la banca comercial en el sector atraída por la alta rentabilidad; dos son los modelos de negocio elegidos para tomar posiciones en el sector :
 - desarrollo de unidades de negocio propias especializadas en este segmento del mercado; al respecto un ejemplo destacable es Mibanco, actualmente la mayor entidad de microfinanzas del país, que inició sus operaciones sobre la base de la ONG Acción Comunitaria del Perú;
 - adquisición de entidades financieras como en los casos de Scotiabank que lanzó Crediscotia Financiera como resultado de su adquisición del Banco del Trabajo; del Banco de Crédito del Perú (BCP) que adquirió la Financiera Edyficar que cuando era Edpyme había adquirido a la Edpyme Crear Cusco; asimismo, el Banco

Continental creó la Caja de Ahorro y Crédito Nuestra Gente a partir de la fusión de 3 microfinancieras: Caja Nor Perú, Caja del Sur y la Edpyme Crear Tacna; recientemente Nuestra Gente ha comprado también a la Financiera Confianza.

4.1.4 Infraestructura económica y fondo privado de pensiones

Durante los años 90 el aumento significativo en la actividad económica en América Latina y el Caribe ha incrementado la necesidad de inversión en infraestructura económica, la cual no ha sido lo suficientemente satisfecha por los gobiernos; como resultado, los países de la región han fomentado el financiamiento del sector privado en esta rama, creando un ambiente propicio para la inversión y en el proceso, redirigiendo los escasos recursos del Estado para satisfacer las demandas sociales insatisfechas.

El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) a través de sus préstamos al sector privado y al sector público y sus actividades de cooperación técnica ha apoyado este cambio en la estrategia de financiamiento de los países, tal como se establece en su estrategia de infraestructura y en las políticas de servicios públicos.

La mayor parte del financiamiento del sector privado ha venido de fuentes extranjeras toda vez que los mercados financieros locales están relativamente subdesarrollados; sin embargo, a pesar de la disponibilidad de financiamiento externo, éste se ha visto afectado en su periodicidad y costo debido a las crisis financieras recientes en la región; además, el financiamiento externo acarrea riesgos adicionales a los proyectos, en particular riesgos relacionados con los tipos de cambio, los cuales son difíciles de cubrir ya que los proyectos prestan servicios sobre todo a los mercados locales; esto a su vez conduce a servicios públicos más caros de lo que en realidad correspondería.

Afortunadamente, se ha dado una tendencia hacia la reforma de los fondos de pensiones, incluyendo la creación de cuentas de fondos de pensiones administrados por el sector privado; por un lado, a través de estos ahorros individuales las economías de América Latina están construyendo un fondo

común de recursos financieros, con el objeto de buscar oportunidades atractivas de inversión que los mercados locales no pueden satisfacer; por otro lado, los proyectos de infraestructura económica están suministrando servicios necesarios que promueven el crecimiento económico y el bienestar social y requieren de un financiamiento local a largo plazo; el momento es oportuno para promulgar las medidas necesarias para unir y/o acelerar ambas actividades.

Por lo tanto, es imprescindible estructurar proyectos para hacerlos más atractivos para los fondos de pensiones y realizar los cambios regulatorios necesarios para permitir que éstos inviertan con mayor énfasis en proyectos de infraestructura; se debe estimular a los encargados del financiamiento de proyectos públicos en infraestructura económica a considerar los fondos de pensiones como una alternativa viable de financiamiento; asimismo, se espera que los reguladores y administradores de los fondos de pensiones hagan los cambios necesarios para aprovechar el potencial de este instrumento; si esto llegase a suceder, incluso en una pequeña escala, contribuiría aun más al desarrollo sostenible de las economías de la región y de nuestro país en particular.

En los años 90 se llevaron a cabo 2 reformas importantes en los países de América Latina : la participación del sector privado en la administración de los fondos de pensiones y en las inversiones en infraestructura; muchos países en otras partes del mundo han llevado a cabo alguna de estas reformas, pero no las dos al mismo tiempo (con la excepción del Reino Unido, el cual se asemeja al caso de muchos países en Latinoamérica y fue el pionero en la participación del sector privado en infraestructura).

Estas reformas en ambos frentes han creado una fuente considerable de fondos a largo plazo, en su mayoría interna, y a la vez han creado una necesidad considerable de fondos de inversiones nacionales; sin embargo, a pesar de los beneficios potenciales de un matrimonio feliz, aun no se ha desarrollado una relación entre estos 2 factores.

La liberalización de muchas economías de mercado emergentes y la comprensión de los muchos beneficios que conlleva la participación del sector privado en infraestructura, han dado lugar a una demanda considerable de capital privado; esta liberalización, que se

produce en el contexto de mercados financieros relativamente poco desarrollados, ha dependido de capital extranjero para financiar las crecientes necesidades, con el riesgo correspondiente de devaluaciones inesperadas y/o reveses repentinos de esos flujos; a pesar de que los flujos de capital externo hacia los proyectos de infraestructura tienen menos volatilidad que las inversiones de cartera, las crisis recientes han reducido la buena disposición de los inversionistas de proveer capital para los mercados emergentes; por este motivo, los proyectos han estado sujetos a serios riesgos cambiarios.

Esta situación resalta la importancia de desarrollar fuentes nacionales de capital a largo plazo; en tal sentido, las fuentes nacionales de capitales más importantes, y a veces las únicas de largo plazo, son los recursos de los fondos de pensiones, los cuales además pueden contribuir al desarrollo de los mercados financieros locales; es imperativo que estos recursos sean aprovechados por los proyectos de infraestructura; si han de utilizarse satisfactoriamente estos recursos, los responsables del desarrollo de proyectos y la industria internacional de financiamiento de proyectos deben estar al tanto de las necesidades específicas de los fondos de pensiones locales.

El imprescindible entonces promover esta relación simbiótica, resumiendo las condiciones bajo las cuales las fuentes y los usos de recursos a largo plazo pueden encontrarse y enfocando la atención de ambas partes a los beneficios de una relación debidamente estructurada; hay beneficios para ambas partes que pueden ser explotados a través de un mejor entendimiento de las necesidades de la otra parte; no se propone que se le otorguen subsidios especiales, garantías o beneficios impositivos a las obras de infraestructura económica para volverlas más atractivas a los administradores de los fondos privados de pensiones; tampoco se propone que los recursos de los fondos de pensiones públicos sean dirigidos o forzados hacia inversiones en infraestructura económica debido a sus externalidades positivas o beneficios sociales; los instrumentos para la inversión del sector privado en infraestructura económica deben estar estructurados para que concuerden con las estrategias de inversión de los fondos privados de inversiones, mientras se fomentan los cambios necesarios en el marco regulatorio de los fondos de pensiones; se propone una relación de sector privado a sector privado totalmente voluntaria, aunque con la participación del sector público como

otorgante y regulador de las actividades del sector privado; el sector público tiene el papel importante de facilitador; controla la mayoría de las reglas del juego y sus acciones en cualquiera de los sectores pueden hacer o deshacer la relación.

4.1.4.1 Calidad de la infraestructura económica peruana

Un elemento fundamental en la competitividad internacional de nuestros productos de exportación es la calidad de nuestra infraestructura económica; por ejemplo, el agroexportador de la región Ica en lugar de hacerlo por el puerto o aeropuerto de Pisco, tiene que desplazar su carga de frutas y hortalizas hasta Lima (puerto del Callao o aeropuerto Jorge Chávez) para poder enviarlo a sus diferentes mercados mundiales de destino con el consiguiente aumento de sus costos de logística, lo cual le resta competitividad internacional frente a sus competidores.

Por otra parte, las serias deficiencias en nuestra infraestructura económica limita las inversiones en el país y por ende su crecimiento económico; a su vez este limitado crecimiento de las inversiones limita sus necesidades de financiamiento de largo plazo como el ofertado por las AFPs que tienen que verse obligadas a invertir financieramente cada vez en mayores montos en el exterior tal como se desprende del siguiente cuadro; nótese cómo a partir del 2009 se eleva considerablemente el porcentaje del total de la cartera administrada por las AFPs en el exterior, pasando desde el 12.4% el 2008 hasta el 28.5% el 2011; estas inversiones de las AFPs en el exterior son en títulos de deuda y fondos mutuos extranjeros así como en la compra de acciones de empresas extranjeras.

Cuadro N° 8
Inversiones en el Exterior de las AFPs
 porcentaje de la cartera administrada por las AFPs

2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
4.7	7.1	8.7	10.2	10.1	8.5	13.2	12.4	21.0	26.3	28.5

Fuente : BCR.

En el siguiente cuadro se observa cuan deficiente es nuestra infraestructura económica comparado con otros países; nuestro índice es 3.5 sobre un máximo de 7; esto significa que el país tiene que hacer un enorme esfuerzo de inversión público-privada para superar esta situación negativa que afecta directamente al

sector exportador peruano así como a la productividad de las empresas que abastecen al mercado interno.

Cuadro N° 9
Índice de Calidad de la Infraestructura Económica

país	índice (1)
Suiza	6.7
Singapur	6.6
Estados Unidos	5.7
Chile	5.5
México	4.2
Ecuador	3.7
Brasil	3.6
Colombia	3.6
Perú	3.5
Argentina	3.5
Bolivia	3.4
Venezuela	2.9

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente : The Global Competitiveness Report 2011-2012.

En el siguiente cuadro se aprecia la primera desagregación descuadro anterior; nótese que en materia de carreteras nuestra situación es deprimente con un puntaje de 3.2 cuando nuestro vecino sureño Chile tiene un puntaje de 5.7 y nuestro vecino norteño Ecuador un puntaje de 4.2.

Cuadro N° 10
Índice de Calidad de la Infraestructura en Carreteras

país	índice (1)
Francia	6.6
Singapur	6.5
Suiza	6.4
Finlandia	5.8
Canadá	5.8
Chile	5.7
Estados Unidos	5.7
México	4.3
Ecuador	4.2
Panamá	4.2
Uruguay	4.0
Perú	3.2
Argentina	3.2
Bolivia	3.0
Colombia	2.9
Venezuela	2.9
Brasil	2.8

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente : The Global Competitiveness Report 2011-2012.

En infraestructura portuaria nuestro índice de calidad es 3.5, es decir la mitad del máximo, lo cual nos indica que tenemos mucho que modernizar en nuestros puertos marítimos y fluviales.

Cuadro N° 11
Índice de Calidad de la Infraestructura Portuaria

país	índice (1)
Singapur	6.8
Panamá	6.4
Finlandia	6.2
Canadá	5.8
Francia	5.6
Estados Unidos	5.5
Chile	5.2
Suiza	5.2
Uruguay	5.1
México	4.0
Ecuador	3.8
Argentina	3.7
Perú	3.5
Colombia	3.4
Bolivia	3.1
Brasil	2.7
Venezuela	2.5

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente: The Global Competitiveness Report 2011-2012.

En infraestructura ferroviaria nuestra situación es la más deprimente entre las infraestructuras puesto que se cuenta con un índice de calidad de solamente 1.9; cabe precisar que nuestros gobernantes no han privilegiado históricamente la construcción de ferrocarriles ni siquiera para el transporte de los concentrados de minerales sierra-costa porque están autorizando la construcción de mineroductos que no genera empleo productivo para el país de parte de la minería; de otro lado, las 2 redes de ferrocarriles que actualmente tenemos datan del siglo XIX en que los gobiernos d Castilla y Balta los construyeron

Cuadro N° 12
Índice de Calidad de la Infraestructura Ferroviaria

país	índice (1)
Suiza	6.8
Hong Kong	6.5
Francia	6.5
Japón	6.5
Alemania	5.7
Estados Unidos	4.8
México	2.6
Bolivia	2.5
Chile	2.3
Argentina	2.0
Perú	1.9
Brasil	1.9
Colombia	1.7
Venezuela	1.3

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente : The Global Competitiveness Report 2011-2012.

De las 4 infraestructuras aquí analizadas, la aeroportuaria es la que mayor índice de calidad tiene, 4.6; si bien queda mucho aún por avanzar, este índice refleja las facilidades que se le concede al turismo receptivo peruano que es clave para el desarrollo del país

Cuadro N° 13
Índice de Calidad de la Infraestructura Aeroportuaria

país	índice (1)
Singapur	6.9
Hong Kong	6.6
Panamá	6.2
Estados Unidos	5.7
Chile	5.6
México	4.8
Perú	4.6
Ecuador	4.3
Colombia	4.1
Bolivia	3.8
Venezuela	3.6
Argentina	3.5
Brasil	3.4

(1) El máximo puntaje es 7.

Fuente : The Global Competitiveness Report 2011-2012.

4.1.4.2 Dificultades para la inversión en infraestructura económica

Actualmente existen serias trabas para facilitar la incursión de los fondos de las AFPs en el financiamiento de la infraestructura económica del país que constituye una gran necesidad; en primer lugar existe un desbalance entre los fondos de inversión disponibles y las oportunidades de inversión bien estructuradas y rentables debido a :

- Deficiencias críticas en la gestión estatal en las fases de identificación, diseño y promoción de proyectos de inversión relacionados con la infraestructura económica, inclusive luego de la adjudicación.
- Lenta ejecución de procesos de expropiación posteriores a la concesión por consideraciones fiscales.
- Incompatibilidad entre la cartera de proyectos de infraestructura económica disponibles y la estructura temporal que tienen los fondos de inversión de los sistemas de pensiones.
- Ausencia de autorizaciones presupuestales multianuales que genera incertidumbre política.

De lo anterior se desprende que es imprescindible:

- Apoyar la formación de capital humano en el sector público y en particular en Proinversión;
- Elevar las remuneraciones en el sector público en función a méritos.
- Desarrollar más el Sistema Privado de Pensiones dada su probada superioridad en generar :
 - mayor ahorro de largo plazo,
 - mayor inversión, crecimiento y empleo,
 - profundización y sofisticación del mercado de capitales;
- Enfrentar la brecha de infraestructura pública que afecta a la mayoría de los países en Latinoamérica;
- Acelerar el desarrollo de proyectos de inversión publico-privada de largo plazo que sean rentables y de impacto económico y social de amplio espectro.

4.2 Microfinanzas y banca múltiple

Las microfinanzas pueden definirse como la provisión de un amplio rango de servicios financieros (principalmente créditos, depósitos, pago de servicios, transferencias y seguros, etc.) hacia individuos y hogares de ingresos medios-bajos, micro y pequeñas empresas generalmente sin colaterales y/o escasas garantías reales y en otros casos informales.

En el Perú existen entidades de microfinanzas no reguladas como las Organizaciones No Gubernamentales (ONGs como Caritas, Adra, Pro-Mujer, etc.) y las Cooperativas de Ahorro y Crédito, cuyos ámbitos de operación son de menores escalas relativas y focalizadas más localmente; de similar modo, el Banco de Crédito y otros bancos comerciales también otorgan créditos a microempresas, lo que en la literatura se denomina downscaling.

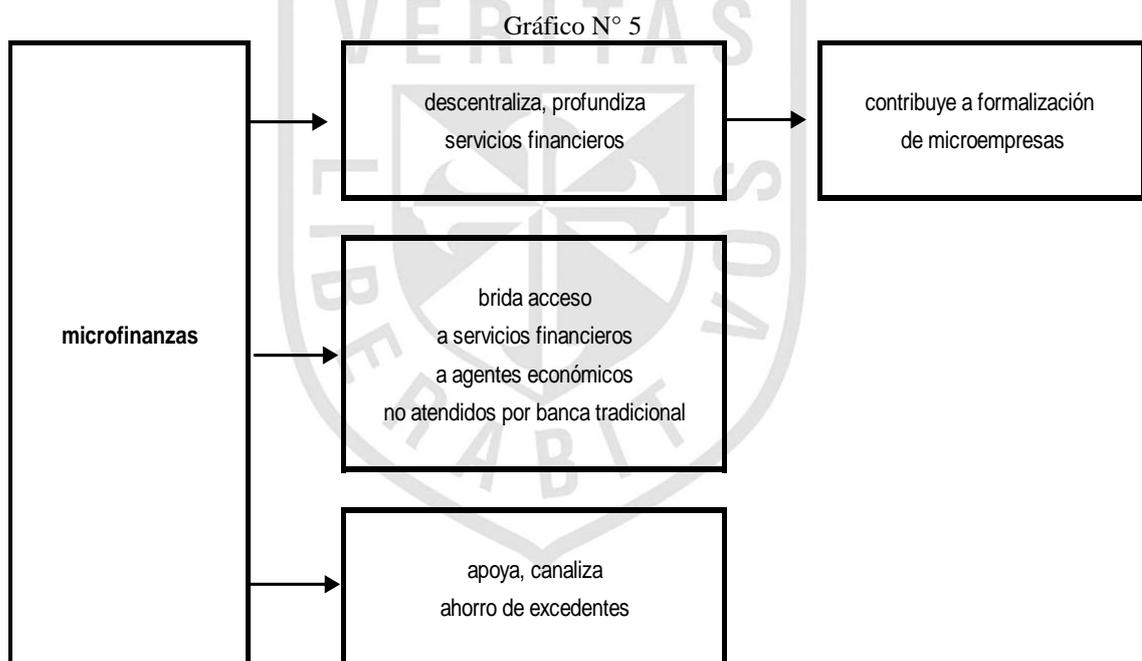
El sector microfinanciero en Perú es un sector dinámico en el que la competencia se ha incrementado significativamente en los últimos años; en Perú hay un total de 70 entidades especializadas en microfinanzas que se clasifican en bancos, financieras, Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC), Cajas Rurales de Ahorro y Crédito (CRAC), Empresas de Desarrollo de la Pequeña y Micro Empresa (Edpyme), Cooperativas y ONG; a excepción de las Cooperativas y Organizaciones No Gubernamentales (ONG), todas las microfinancieras peruanas están reguladas y supervisadas por la Superintendencia de Bancos, Seguros y AFP (SBS); algunas de estas instituciones, además de otorgar créditos, están autorizadas a captar depósitos del público; éste es el caso de Mibanco, las financieras, las CMAC y las CRAC.

De otro lado, según un estudio realizado por The Economist Intelligence Unit con el apoyo del Fondo Multilateral de Inversiones (FOMIN), la Corporación Andina de Fomento (CAF) y el Ministerio de Asuntos Exteriores de Holanda, Perú es por tercer año consecutivo el país con el mejor entorno económico para el desarrollo de las microfinanzas.

4.2.1 Servicios microfinancieros

Asimismo, las microfinanzas son sumamente importantes en el sistema financiero peruano debido a que:

- descentralizan la oferta de servicios financieros y profundizan la intermediación en segmentos socialmente estratégicos para la generación de empleo y la reducción de la pobreza al expandir la frontera de nuevos sujetos de crédito y contribuir a su formalización, generando en ellos un historial y reputación crediticia con el objetivo que el acceso al crédito sea un instrumento de desarrollo de la microempresa;
- brindando acceso a servicios financieros a individuos, familias y microempresas normalmente no atendidos por la banca tradicional;
- brindando alternativas rentables y seguras de ahorro de excedentes.



Fuente: Elaboración propia.

En los últimos años las microfinanzas han tenido un importante desarrollo resultado del crecimiento económico, de las reformas financieras, de la creación de un marco regulatorio favorable y sobre todo por la mayor importancia que adquirieron las microempresas en la estructura social y económica del Perú.

4.2.2 Microfinanzas y competencia

Las microfinanzas cumplen un rol importante en el mercado financiero peruano al expandir la frontera de nuevos sujetos de crédito contribuyendo a su formalización y reduciendo el racionamiento del crédito en presencia de asimetrías de la información; dada esta importancia, en el presente trabajo se pretende evaluar el nivel de competencia predominante en las microfinanzas considerando su estrecha relación con el costo del crédito (tasa de interés activa) y el impacto del mismo en ámbitos socialmente importantes de la actividad económica en el Perú.

En el segmento de microfinanzas existiría cierto grado de poder de mercado para fijar precios y obtener ganancias superiores, a pesar de mantener mayores costos por unidad de crédito, debido a la especialización en términos de tecnología crediticia generando ventajas comparativas en los agentes establecidos respecto de los potenciales nuevos entrantes; asimismo, el desarrollo de las instituciones de microfinanzas y su mayor despliegue de operaciones a nivel nacional habrían incrementado el nivel de competencia en dicho segmento.

En las microfinanzas se hacen más evidentes las imperfecciones de mercado originadas por asimetrías de información, fundamentado en las características de sus clientes, los cuales en muchos casos no cuentan con historial crediticio, sus actividades económicas son semi-formales o informales y carecen de garantías reales; dichas asimetrías elevan el riesgo del negocio microfinanciero limitando su contestabilidad, lo cual se constituye en una importante barrera a la entrada de nuevos competidores puesto que les requeriría adoptar una tecnología crediticia especializada y distintos mecanismos de gestión del riesgo incrementando probablemente sus gastos operativos.

La contestabilidad se refiere a la facilidad de la entrada de nuevas firmas en una industria; los mercados perfectamente contestables son un extremo teórico porque normalmente los mercados o segmentos de mercado poseen grados diferentes de contestabilidad, en función principalmente a marcos regulatorios, existencia de altos costos hundidos, economías de escala, acceso asimétrico a la información y a tecnologías productivas, factores productivos o infraestructura, inelasticidad de la demanda a través de la diferenciación de productos, etc.

La tecnología crediticia en microfinanzas se fundamenta principalmente en el capital humano especializado; así, los analistas de crédito generalmente están encargados de llevar a cabo todo el ciclo del crédito desde la captación de clientes, construcción y procesamiento de información sobre los flujos de ingresos de los potenciales clientes, evaluación de la capacidad y voluntad de pago, otorgamiento del crédito, monitoreo y seguimiento individual por cliente de los niveles de morosidad periodo a periodo, etc.

Relacionar el nivel de competencia con incrementos en la concentración de los mercados y su impacto en el nivel de beneficios de los agentes se fundamenta en la hipótesis de estructura–conducta–desempeño, es decir que la concentración del mercado financiero provocaría que menos firmas mantengan mayor participación lo que podría influir el poder de mercado ampliando los márgenes de beneficios; otra forma de relacionar concentración, nivel de competencia y beneficios de las firmas se ha fundamentado en la literatura a través de la hipótesis de eficiencia-desempeño, en la cual se formula que sólo las empresas más eficientes permanecerían en el mercado elevando el nivel de concentración y por ende el nivel de beneficios correlacionado con un mayor nivel de eficiencia en los mercados; ambas hipótesis provienen de la Teoría de la Organización Industrial tradicional, donde el nivel de concentración del mercado resulta fundamental para medir el nivel de competencia en los mercados financieros.

En el siguiente cuadro se indican las colocaciones de las principales entidades microfinancieras que compiten en dicho segmento financiero; no se han incluido a las Cooperativas de Ahorro y Crédito ni a las ONGs financieras; nótese que las Cajas Municipales controlaban el 2011 algo más de la mitad del total de las colocaciones de estas microfinancieras; en segundo lugar se ubicaban las financieras controlando algo más de 1/3 del total; luego siguen las Cajas Rurales controlando el 10.1% de las colocaciones; en último lugar se ubican la Edpymes que vienen perdiendo participación debido a que algunas de ellas se han convertido a financieras para poder acceder a los depósitos de público como una fuente de financiamiento más barata.

Cuadro N° 14
Colocaciones de las Instituciones Microfinancieras

	millones soles						participación 2011 %
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Cajas Municipales financieras	3499	4296	5866	6943	8470	9936	50.2
Cajas Rurales	466	976	868	3535	5079	6745	34.1
Edpymes	637	813	1078	1386	1778	2005	10.1
total	798	1191	1121	865	988	1107	5.6
total	5400	7276	8933	12729	16315	19793	100.0

	tasa de crecimiento						tasa crecimiento promedio anual
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Cajas Municipales financieras	-	22.8	36.5	18.4	22.0	17.3	23.4
Cajas Rurales	-	109.4	-11.1	307.3	43.7	32.8	96.4
Edpymes	-	27.6	32.6	28.6	28.3	12.8	26.0
total	-	49.2	-5.9	-22.8	14.2	12.0	9.4
total	-	34.7	22.8	42.5	28.2	21.3	29.9

Fuente : SBS; cálculos del autor.

El dinamismo del crecimiento de las colocaciones de las microfinancieras ha sido impresionante durante el periodo 2006-2011 en que creció a una tasa promedio anual del 29.9%, siendo el crecimiento de las financieras el más dinámico con una tasa del 96.4%.

4.2.2.1 Cartera y deudores en microfinanzas

En el siguiente cuadro se muestra la evolución del número de clientes de las entidades microfinancieras (Cajas Municipales, Cajas Rurales y Edpymes solamente) durante el periodo 2007-2011; nótese que el dinamismo en la captación de clientes va disminuyendo desde 74 mil al año el 2008 hasta solamente 18 mil el 2011.

Cuadro N° 15
Cartera y Deudores en Microfinanzas

	miles		tasa crecimiento		incremento anual clientes miles
	deudores/clientes	cartera	deudores/clientes	cartera	
2007	1244	6300	-	-	-
2008	1318	7837	5.9	24.4	74
2009	1380	8862	4.7	13.1	62
2010	1397	10650	1.2	20.2	17
2011 (set)	1415	11922	1.3	11.9	18

Fuente : SBS; cálculos del autor.

En el siguiente cuadro se muestran el número de clientes por entidad microfinanciera a setiembre del 2011 así como sus respectivas carteras de crédito; nótese que son las financieras y las Cajas Municipales las que destacan

por contar con una mayor participación en el número de clientes exclusivos (68.3% y 62.6% respectivamente), así como en cartera exclusiva (54.4% y 55.6% respectivamente); por otro lado, son las Edpymes las que mantienen la mayor proporción de clientes compartidos.

Cuadro N° 16
Clientes y Cartera en las Microfinanzas : Setiembre 2011

	miles clientes			estructura %		
	exclusivos	compartidos	total	exclusivos	compartidos	total
Mibanco	214.9	194.1	409.0	52.5	47.5	100.0
financieras	885.3	411.7	1297.0	68.3	31.7	100.0
no-bancarias	870.7	589.5	1460.2	59.6	40.4	100.0
Cajas Municipales	598.3	357.3	955.6	62.6	37.4	100.0
Cajas Rurales	168.5	125.1	293.6	57.4	42.6	100.0
Edpymes	103.9	107.1	211.0	49.2	50.8	100.0
total	1970.9	1195.3	3166.2	62.2	37.8	100.0

	cartera (millones S/.)			estructura %		
	exclusivos	compartidos	total	exclusivos	compartidos	total
Mibanco	1656	1914	3570	46.4	53.6	100.0
financieras	2798	2345	5143	54.4	45.6	100.0
no-bancarias	6108	5156	11264	54.2	45.8	100.0
Cajas Municipales	4684	3735	8419	55.6	44.4	100.0
Cajas Rurales	978	854	1832	53.4	46.6	100.0
Edpymes	446	567	1013	44.0	56.0	100.0
total	10562	9415	19977	52.9	47.1	100.0

Fuente : SBS; cálculos del autor.

Los clientes de estas 5 entidades microfinancieras sumaban 3.17 millones a setiembre del 2011.

4.2.3 Microfinancieras y competencia de la banca múltiple

El mercado microfinanciero en el Perú se ha venido beneficiando durante los últimos años de un crecimiento sostenido del PBI y la descentralización de distintas actividades comerciales, lo que ha consolidado un mayor dinamismo económico, el mismo que se encuentra en franca expansión hacia las distintas regiones y provincias de nuestro país; este crecimiento, reflejado en una demanda interna fortalecida, ha propiciado un clima favorable para el desarrollo de las micro y pequeñas empresas, lo cual se ha visto plasmado en mayores necesidades de financiamiento que permitan a las pequeñas y microempresas de nuestro país enfrentar los retos de una economía llena de oportunidades.

Es en este escenario, que las entidades microfinancieras originalmente creadas para atender este nicho se vieron amenazadas por el ingreso de entidades bancarias, las cuales al detectar un mercado financieramente atractivo aprovecharon sus principales fortalezas tales como las siguientes:

- contar con mayor infraestructura;
- contar con un sólido respaldo patrimonial;
- contar con menores costos de fondeo;
- disponer de sinergias con otras empresas, para ingresar al mercado ya sea mediante cartera propia o en algunos casos mediante la adquisición de alguna entidad, posicionándose agresivamente y elevando la competencia en el mercado.

En línea con lo antes descrito es que durante el bienio 2009-2010 las entidades microfinancieras enfocaron sus esfuerzos en descentralizar geográficamente el negocio a fin de hacer frente a la mayor competencia; sin embargo, esta estrategia trajo como consecuencia presiones en los márgenes operativos, considerándose que una nueva agencia o local alcanza su punto de equilibrio entre 18 y 24 meses; otro aspecto importante surgido de la mayor competencia fue el sobreendeudamiento de clientes ante la excesiva oferta, lo mismo que las dificultades para colocar apropiada y rentablemente todos los recursos captados mediante depósitos a plazo con altas tasas de interés; este último problema terminó por golpear los márgenes del sector producto de un menor dinamismo del negocio financiero, obligándolo a ajustar las tasas pasivas.

Cabe destacar que desde el 1 de julio del 2010 la Superintendencia de Banca, Seguros y AFPs (SBS) cambió la tipografía de créditos pasando de 4 tipos de crédito (hipotecario, consumo, comercial y MES) a 7 tipos según se detalla a continuación:

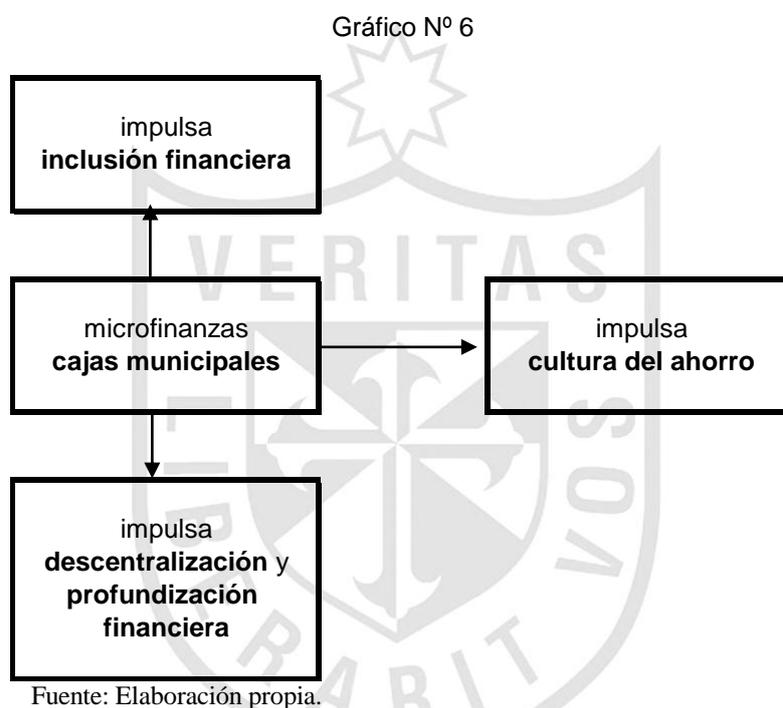
- **corporativos**, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas que han registrado un nivel de ventas anuales mayores a los S/.200 millones en los dos últimos años, según estados financieros auditados;
- **grandes empresas**, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas que cumplen al menos una de las siguientes características : ventas

anuales mayores a S/.20 millones y menores de S/.200 millones y/o el deudor ha mantenido en el último año emisiones vigentes de instrumentos representativos de deuda en el mercado de capitales;

- **medianas empresas**, son aquellos créditos otorgados a personas jurídicas o naturales que cuentan con un endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para vivienda) mayor a S/.300 mil en los últimos 6 meses y que a su vez no cumplen con las características para ser considerados en las dos categorías superiores;
- **pequeñas empresas**, son considerados dentro de esta categoría todos aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para viviendas) es superior a S/.20 mil soles pero no mayor a S/.300 mil en los últimos 6 meses;
- **microempresas**, son considerados dentro de esta categoría todos aquellos créditos destinados a financiar actividades de producción, comercialización o prestación de servicios, otorgados a personas naturales o jurídicas, cuyo endeudamiento total en el sistema financiero (sin incluir créditos hipotecarios para viviendas) es no mayor a S/.20 mil soles en los últimos 6 meses;
- **de consumo revolvente**, son aquellos créditos revolventes otorgados a personas naturales con la finalidad de atender el pago de bienes, servicios o gastos no relacionados con la actividad empresarial;
- **de consumo no revolvente**, son aquellos créditos no revolventes otorgados a personas naturales con la finalidad de atender el pago de bienes, servicios o gastos no relacionados con la actividad empresarial;
- **hipotecarios para vivienda**, son aquellos créditos otorgados a personas naturales para la adquisición, construcción, refacción, remodelación, ampliación, mejoramiento y subdivisión de vivienda propia, siempre y cuando se otorguen tales créditos amparados por hipotecas debidamente inscritas.

4.2.3.1 Cajas Municipales de Ahorro y Crédito

Las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) fueron creadas en la década de los 80, consolidadas en los años 90 y se mantienen en continuo crecimiento, lo cual impulsa la inclusión financiera, la cultura del ahorro así como la descentralización y profundización financiera tan concentrada en Lima; asimismo, las CMAC no cuentan con accionistas privados y por lo tanto sus utilidades ingresan a las Municipalidades correspondientes para la ejecución de obras de interés social.



Cabe añadir que 3 CMAC han sido distinguidas por el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) con el Premio a la Excelencia en Microfinanzas:

- CMAC Arequipa en el 2002;
- CMAC Trujillo en el 2003;
- CMAC Huancayo en el 2004.

La primera en ser inaugurada fue la CMAC de Piura siguiendo un modelo muy afianzado en Alemania; enseguida se presenta una síntesis del análisis FODA (fortalezas, oportunidades, debilidades y amenazas) sobre la CMAC Piura, la tercera en microcréditos en el segmento de las CMAC con el 14.8% del total de dicho segmento en el 2007 :

Fortalezas

- Adecuada plana gerencial y buen sistema administrativo.
- Adecuado seguimiento de la cartera de créditos.
- Adecuada cobertura contra riesgo cambiario.

Debilidades

Servicios financieros limitados en comparación con el sistema financiero en general.

Limitada implementación tecnológica de servicios al cliente.

Oportunidades

Expectativas de crecimiento a través de la apertura de sus nuevas agencias.

Amenazas

Recesión económica.

Deterioro de la cartera.

Esta CMAC fue seguida por la CMAC de Trujillo que comenzó como una casa de empeño; luego en 1982 con apoyo de la Cooperación Alemana para el Desarrollo (GTZ) esta casa de empeño se constituyó como la Caja Municipal de Ahorro y Crédito de Trujillo; el objetivo siempre fue dar facilidades de crédito al público con bajos recursos; Boris Ytzkovich, actual presidente del directorio de la CMAC de Trujillo, integró el primer directorio como representante de la Cámara de Comercio de La Libertad; recuerda que el primer local se abrió a un costado de la municipalidad en la Plaza de Armas y que recién en 1984 tuvo autorización de funcionamiento.

Fue recién en 1990 cuando se implementa un módulo de crédito a la pequeña empresa; al inicio se planteó que el directorio de la CMAC Trujillo estuviera formado por 3 miembros elegidos por la municipalidad provincial (que es el único accionista) y 4 representantes de la sociedad civil; y así se ha mantenido hasta la fecha; esta decisión fue importante porque al no politizarse el manejo de la caja, la confianza del público y de los agentes económicos se fortalece; posteriormente la empresa municipal se expandió por el norte y en diciembre del 2003 abrió una agencia en San Juan de Lurigancho, luego se abrieron otros locales en Los Olivos y San Isidro; entre Lima y Tumbes la caja cuenta con 33 agencias; asimismo, están pensando abrir nuevas agencias en los departamentos de Amazonas y San Martín tan pronto se culmine la Carretera Interoceánica del Norte.

Se podría decir que en la actualidad las CMAC compiten por el mismo cliente con la banca múltiple privada; sin embargo, la decisión de inversión en profesionales o en publicidad tiene que mejorar sustancialmente según Ytzkovich.

De otro lado, desde el año 2005 Joel Siancas, presidente de la CMAC de Sullana, ha señalado que “Los bancos han ido ingresando al segmento de las PYMEs; primero con los clientes grandes de las cajas municipales y luego con los más pequeños”; y dicho ingreso ha tenido sus consecuencias porque hace unos 5 años, las tasas de interés activas que se cobraba en las CMAC eran de 100%, hoy (2007) son la tercera parte; por supuesto que este cambio si bien favorece a las PYMEs, castiga severamente a las entidades de microfinanzas.

Con las menores tasas de interés activas, ya no era negocio para las instituciones especializadas en microfinanzas prestar dinero a sus antiguos clientes, por lo cual se vieron obligadas a enviar a sus vendedores a buscar nuevos sujetos de crédito dispuestos a pagar mayores tasas; de esta manera casi sin darse cuenta, de prestarle a los dueños de galerías, asociaciones de transporte o propietarios de puestos de mercados de abastos cuyos ingresos eran relativamente estables y altos, las CMAC, cajas rurales, y las Edpymes empezaron a prestarle dinero a los canillitas, a los pequeños artesanos, a los vendedores ambulantes e incluso a las amas de casa que deseaban generar algún dinero extra para su hogar quienes solamente 5 años atrás sólo podían recurrir por un préstamo a algún agiotista o, de tener suerte, a alguna ONG.

4.2.3.2 Colocaciones en las Microfinanzas

En el siguiente cuadro se muestra la evolución de las colocaciones en las microfinanzas según tipo de entidad financiera durante el periodo 2001-2011; nótese que las colocaciones microfinancieras de la banca múltiple creció a una tasa promedio anual del 36.2% pasando desde los US\$ 268 millones el 2001 hasta los US\$ 5885 millones el 2011; asimismo, las colocaciones de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito crecieron a una tasa promedio anual del 31.1%, elevándose desde los US\$ 245 millones el 2001 hasta los US\$ 3680 millones el 2011; de otro lado, las colocaciones de las Cajas Rurales crecieron en el mismo periodo a una tasa también bastante aceptable del 26.6%; finalmente las

colocaciones de las financieras recién comenzaron a despegar a partir del 2009; así durante el bienio 2010-2011 la tasa de crecimiento promedio anual de sus colocaciones fue del 42.7%, es decir una tasa impresionante debido a que varias Edpymes solicitaron su conversión a financieras tales como Edyficar, Crear y Confianza, tendencia que se mantiene a la fecha como una posibilidad de obtener fondeo a menores costos (captaciones del público).

No cabe duda de que la fuerte competencia desatada por la banca múltiple en el segmento de las microfinanzas se exacerbó a partir del 2008 en que volvió a superar a las colocaciones de las Cajas Municipales; así, el 2011 el ratio (colocaciones de la banca múltiple/colocaciones de las Cajas Municipales) era 1.6 frente al 1.1 del año 2001.

Cabe anotar que el total del crédito al sector privado de la banca múltiple durante el periodo 2001-2011 solamente creció a una tasa promedio anual del 16%; sin embargo, la tasa de crecimiento de la banca múltiple en el segmento microfinanciero fue del 36.2%; esto significa que sus colocaciones en las microfinanzas crecieron a una tasa más del doble que el total de sus colocaciones; nótese asimismo que el porcentaje de colocaciones de la banca múltiple en el segmento de las microfinanzas dentro del total de sus créditos al sector privado, se incrementó desde el 2.1% el 2001 hasta el 10.5% el 2011.

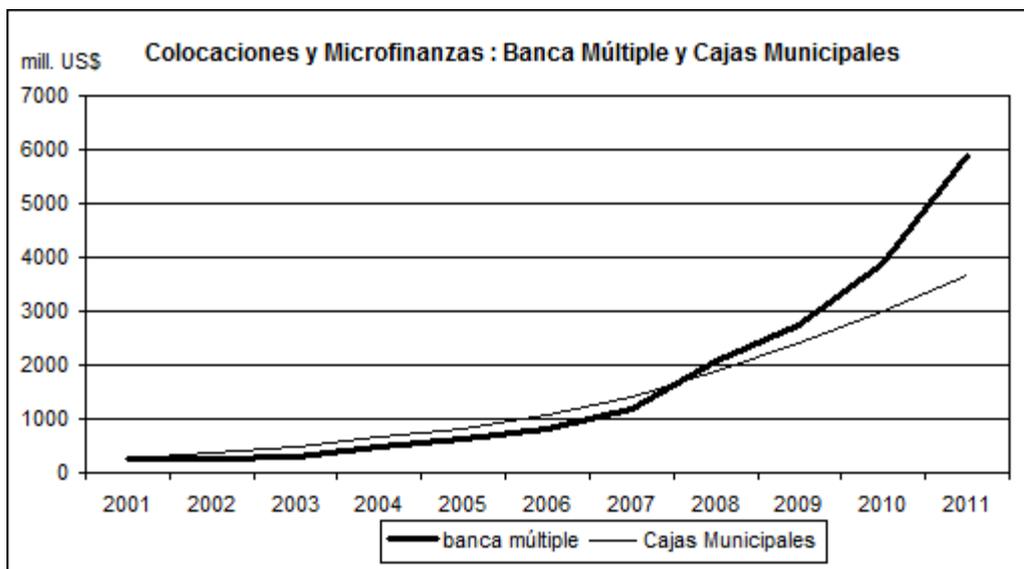
Cuadro N° 17
Microfinanzas

	millones US\$											tasa crecim. prom. anual (%)
	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
A banca múltiple	268	246	297	467	629	822	1195	2068	2727	3901	5885	36.2
C cajas municipales	245	352	498	670	832	1083	1390	1886	2411	3004	3680	31.1
cajas rurales	70	82	100	132	158	196	262	347	481	630	743	26.6
financieras	246	284	334	288	375	485	330	279	1227	1801	2498	
total	829	964	1229	1557	1994	2586	3177	4580	6846	9336	12806	
A/C (veces)	1.1	0.7	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.1	1.3	1.6	
B crédito total												
banca múltiple	12739	12445	12075	12512	13990	15773	21707	29543	32082	38909	56153	16.0
A/B en %	2.1	2.0	2.5	3.7	4.5	5.2	5.5	7.0	8.5	10.0	10.5	

Fuente : SBS; cálculos del autor.

Lo anterior se muestra con mayor claridad en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 7



A partir del 2008 tanto el número de clientes como el total de cartera de las instituciones microfinancieras han presentado un crecimiento sostenido, destacando las Cajas Municipales que a setiembre de 2011 totalizaron 955.6 miles deudores, seguidas por la banca con 627.4 miles deudores; siendo ambas las entidades que mantienen la mayor cantidad de deudores del segmento.

El mercado de microfinanzas ya no es exclusivo de las organizaciones financieras especializadas; la incursión de las entidades bancarias así como el consecuente apetito expansivo de las entidades nativas del sector elevaron la competencia en este mercado.

4.2.3.3 Competencia y Tasas de Interés Activas

La adecuada política monetaria a partir de 1990 redujo la inflación en el Perú hasta niveles internacionales, lo cual a su vez permitió la reducción de las tasas de interés activas en MN de las entidades financieras, particularmente de la banca múltiple; sin embargo, el ingreso de la banca múltiple al segmento de las microfinanzas generó una intensa competencia en dicho segmento que obligó a las Cajas Municipales a reducir sus tasas de interés activas en MN tal como se desprende del siguiente cuadro.

Nótese que la mayor reducción ocurrió en las Cajas Municipales al caer su tasa activa en MN desde el 86.6% en 1995 hasta el 22.6% el 2011; esto significa que su tasa activa en MN del 2011 era algo más de la cuarta parte de su tasa activa correspondiente al 2001; en cambio la reducción de la tasa activa en MN de la banca múltiple no ha sido tan drástica pues cayó desde el 33.3% en 1995 hasta el 19.1% el 2011.

Si en 1995 la tasa de interés activa en MN de las Cajas Municipales era 2.6 veces mayor que la tasa de interés activa en MN de la banca múltiple, para el cierre del 2011 la tasa de interés activa en MN de las Cajas Municipales era solamente 1.2 veces mayor que la de su competencia, es decir casi iguales.

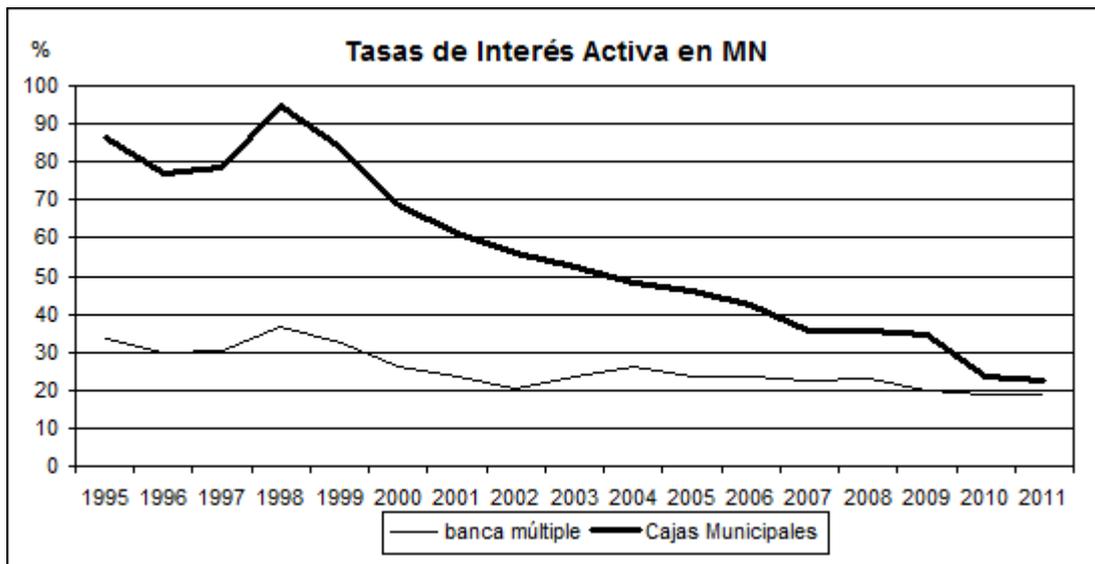
Cuadro N° 18
Tasas de Interés Activas en MN

	%		B/A veces	inflación %
	banca comercial (A)	Cajas Municipales (B)		
1995	33.3	86.6	2.6	10.23
1996	29.7	77.2	2.6	11.84
1997	30.2	78.5	2.6	6.46
1998	36.5	94.9	2.6	6.01
1999	32.3	84.0	2.6	3.73
2000	26.3	68.4	2.6	3.73
2001	23.4	61.0	2.6	-0.13
2002	20.2	55.9	2.8	1.52
2003	23.3	52.2	2.2	2.48
2004	26.1	48.1	1.8	3.48
2005	23.5	46.0	2.0	1.49
2006	23.8	42.5	1.8	1.14
2007	22.4	35.6	1.6	3.93
2008	23.1	35.7	1.5	6.65
2009	20.0	34.8	1.7	0.25
2010	18.8	23.6	1.3	2.08
2011	19.1	22.6	1.2	4.74

Fuente : SBS; cálculos del autor.

Los resultados de la intensa competencia en el segmento de las microfinanzas se aprecian con mayor claridad en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 8



4.2.3.4 Morosidad y Competencia

Para fines del presente trabajo de investigación se defina la morosidad como el ratio (cartera atrasada/colocaciones) de la correspondiente entidad financiera.

En el siguiente cuadro se observa que la morosidad en las Cajas Municipales era casi el doble que la de la banca comercial durante el bienio 95-96; sin embargo, esta diferencia se va acortando durante el bienio 97-98 hasta que durante el periodo 1999-2003 la morosidad en la banca comercial llega a ser superior a la de las Cajas Municipales; esto se debe a que las crisis del Asia (1997), de Rusia (1998) y la de Brasil (1999) afectaron negativamente a la economía peruana, especialmente al sector bancario por la interrupción de sus líneas de crédito del exterior.

Cabe agregar que las crisis externas parecen no afectar severamente al segmento de las microfinanzas debido a que los micros y pequeños empresarios generalmente orientan su producción hacia el mercado interno; nótese que durante el periodo en que la morosidad se incrementa en la banca comercial (1999-2003), ésta continúa cayendo en las Cajas Municipales.

Sin embargo, a partir del 2004, la morosidad en las Cajas Municipales deja de caer, se estanca alrededor de del 5.1% durante el periodo 2004-2011, mientras

que la morosidad en la banca comercial comienza a disminuir a partir del 2004 hasta el 2008 para luego estancarse en un nivel adecuado alrededor de 1.59%.

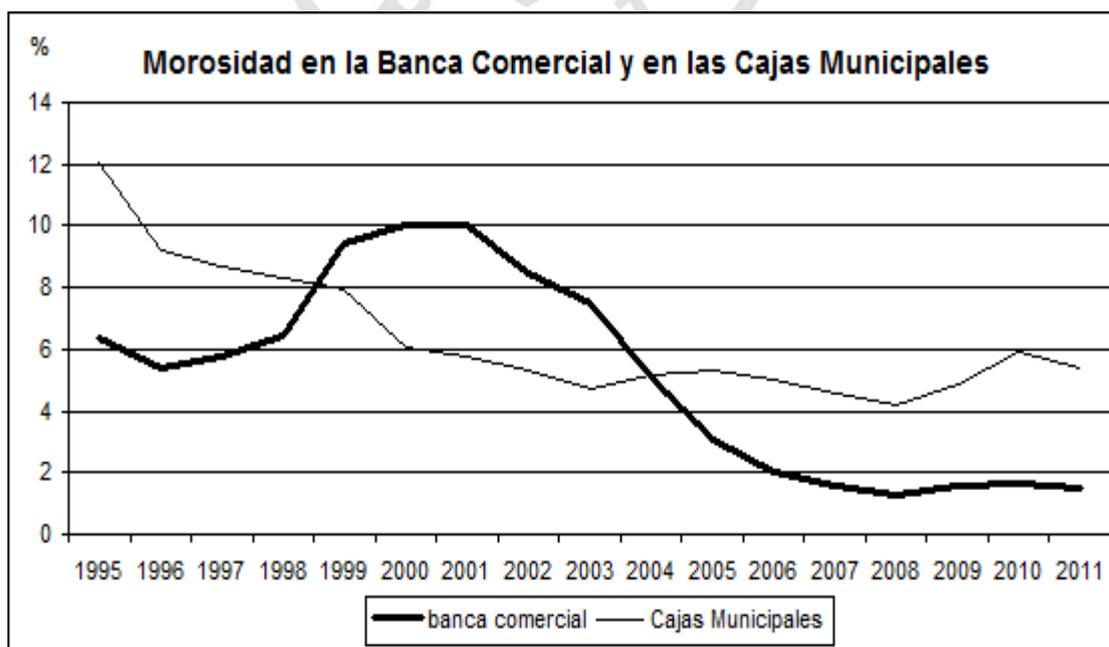
Cuadro N° 19
Morosidad y Tasa de Interés Activa en Moneda Nacional

	banca comercial		Cajas Municipales de Ahorro y Crédito		tasa crecim. PBI
	morosidad promedio	tasa de interés activa en MN fin periodo	morosidad promedio	tasa de interés activa en MN fin periodo	
	%	%	%	%	
1995	6.34	33.29	12.09	86.60	8.6
1996	5.42	29.68	9.19	77.20	2.5
1997	5.78	30.20	8.68	78.50	6.9
1998	6.47	36.45	8.28	94.90	-0.7
1999	9.45	32.33	7.97	84.00	0.9
2000	10.06	26.26	6.07	68.40	3.0
2001	10.01	23.39	5.74	61.00	0.2
2002	8.48	20.19	5.28	55.90	5.0
2003	7.49	23.30	4.70	52.20	4.0
2004	5.06	26.12	5.16	48.10	5.0
2005	3.05	23.48	5.32	46.00	6.8
2006	2.00	23.80	4.98	42.50	7.7
2007	1.55	22.39	4.56	35.60	8.9
2008	1.27	23.12	4.21	35.70	9.8
2009	1.55	20.04	4.89	34.80	0.9
2010	1.68	18.78	5.88	23.60	8.8
2011	1.53	19.11	5.42	22.60	6.9

Fuente : SBS; BCR.

Lo anterior se observa con claridad en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 9



Cabría preguntarse ¿por qué la morosidad deja de caer en las Cajas Municipales y se estanca en un nivel que no es muy adecuado, alrededor del 5.1%?

Esto es resultado de la intensa competencia desatada en el segmento de la microfinanzas cuando la banca comercial acelera su ingreso a este segmento comprando entidades microfinancieras para apropiarse de sus tecnologías; entonces comienza a arrebatarle a las microfinancieras su mejores clientes ofreciéndoles menores tasas de interés activas; esto a su vez obliga a las Cajas Municipales a reducir su tasa de interés activa y a captar nuevos clientes cada vez con mayores riesgos, lo cual le impide a sus tecnologías microfinancieras continuar reduciendo la morosidad entre sus clientes cada vez menos estables.

Este nivel de morosidad evidentemente que reduce la rentabilidad de las entidades microfinancieras; cabe precisar que tanto las Cajas Municipales como las Cajas Rurales han mantenido a través del tiempo a los depósitos del público como su principal fuente de fondeo, representando en su estructura a setiembre de 2011 el 74.8% y 69.9% respectivamente; esta participación ha venido ganando terreno, disminuyendo por lo tanto levemente la participación del patrimonio en la estructura de fondeo (14.0% y 14.6% respectivamente).

Sin embargo, es importante señalar que las instituciones microfinancieras obtienen su principal fuente de fortalecimiento patrimonial de la generación propia del negocio, de la rentabilidad del negocio financiero, y en menor medida del aporte de los accionistas; por lo tanto, resulta fundamental para su desarrollo que mantengan buenos y recurrentes resultados (utilidades) acompañados de una política de capitalización constante, a fin no sólo de hacer sostenible el crecimiento en el largo plazo, sino para poder afrontar cualquier coyuntura adversa que pudiese presentarse con el respaldo adecuado.

Durante el periodo 2007-2010 se produjo una marcada reducción en los márgenes de rentabilidad de las instituciones microfinancieras; así, la crisis financiera internacional (2008-2009), la misma que a pesar de no manifestarse en nuestro país en similar magnitud que en el extranjero, afectó de sobremanera a diferentes empresas y clientes del sector microfinanzas; luego durante el 2010, el segmento presentó problemas en su margen bruto por los altos costos financieros

producto del fondeo con depósitos a largo plazo así como las dificultades de muchas entidades para colocar exitosamente los recursos captados dado el escenario de alta competencia y la “guerra” de tasas generada en el mercado; adicionalmente, las entidades microfinancieras iniciaron un proceso de expansión geográfica inaugurando agencias en zonas donde inicialmente no tenían presencia y en otros casos reforzando su posicionamiento para hacer frente a la competencia y continuar bancarizando las distintas regiones del país; esta expansión trajo consigo altos costos operativos por la implementación de agencias, así como por la contratación y capacitación de personal adicional.

4.2.3 5 Competencia y Rentabilidad

Durante los primeros 9 meses del 2011, las instituciones microfinanciera decidieron ajustar las tasas pasivas para los depósitos de largo plazo, a fin de disminuir el costo de fondeo; esto significaba tasas pasivas menos atractivas para el público pero que beneficiaban el negocio financiero de las entidades; adicionalmente muchas de las oficinas inauguradas alcanzaron su nivel de maduración por lo cual dejaron de presionar los márgenes para comenzar a generar rentabilidad para el negocio, observándose un cambio positivo de tendencia durante el 2011 tal como se desprende del siguiente cuadro.

Nótese como durante el bienio 2005-2006 la rentabilidad promedio de las Cajas Municipales del 29.5% superaba a la de la banca múltiple (rentabilidad promedio del 23%); sin embargo, la exacerbación de la competencia en el segmento microfinanciero hace que las microfinancieras y entre ellas las Cajas Municipales tuvieran que ver reducidas sus utilidades y por ende su rentabilidad medida por el ROE o rentabilidad sobre patrimonio; así, durante el bienio 2007-2008 se acelera la caída de la rentabilidad de las Cajas Municipales, desde el 28% el 2006 hasta el 23% el 2008, por la severa competencia de la banca múltiple en el segmento de las microfinanzas, mientras que la rentabilidad de la banca múltiple se eleva en dicho bienio, desde el 24% el 2006 hasta el 31.1% el 2008, debido al fuerte crecimiento económico del país en dicho bienio que fue del 9.4% en promedio.

Cuadro N° 20
Rentabilidad en la Banca Múltiple y en las Cajas Municipales

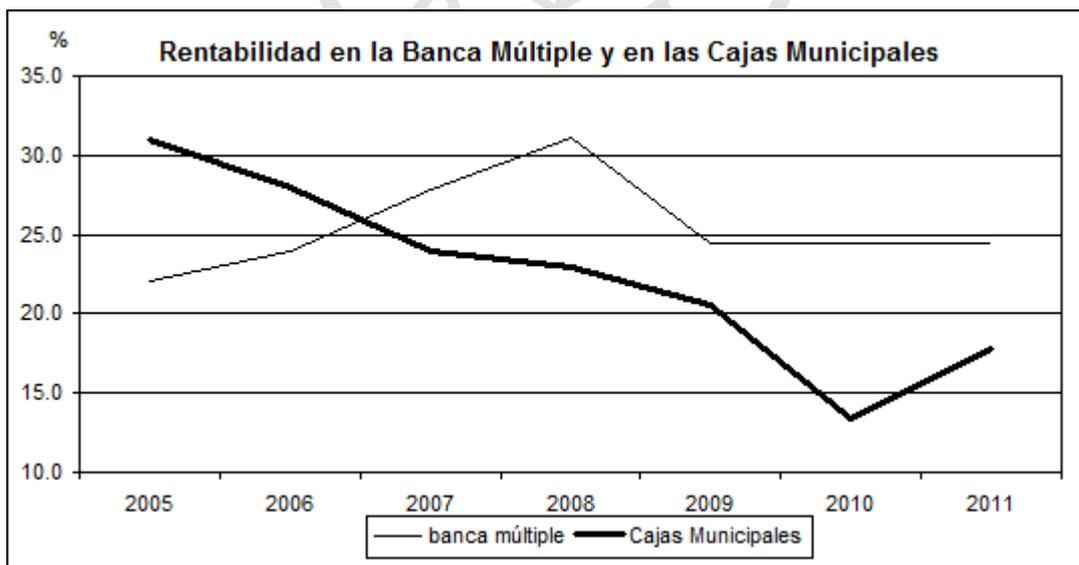
	ROE (%)	
	banca múltiple	Cajas Municipales
2005	22.0	31.0
2006	24.0	28.0
2007	27.9	24.0
2008	31.1	23.0
2009	24.5	20.6
2010	24.2	13.4
2011	24.5	17.8

Fuente : SBS.

El 2009 la rentabilidad de la banca múltiple cayó fuertemente desde el 31.1% el 2008 hasta el 24.5% el 2009 debido al impacto negativo de la crisis financiera internacional que redujo sustancialmente el crecimiento económico del país al 0.9% en dicho año; la banca múltiple no ha sido capaz de elevar su rentabilidad luego del 2009 y ésta se ha mantenido en dicho nivel (24.5%) hasta encierre del 2011; por su parte, la rentabilidad de las Cajas Municipales continuaron cayendo el 2009 y el 2010 hasta un nivel del 13.4%; sin embargo para el 2011 iniciaron , luego de 5 años de caída de su rentabilidad, un vigoroso repunte hasta alcanzar una rentabilidad del 17.8%.

Lo anterior se puede observar con mayor claridad en el siguiente gráfico.

Gráfico N° 9



Por los factores antes señalados, se prevé que el segmento de las microfinanzas continuará experimentando altos niveles de competencia, la cual se espera que por la salud de las carteras se oriente hacia la bancarización de nuevos negocios antes que al sobreendeudamiento de los clientes ya consolidados; asimismo, se estima que se mantendrá el ajuste en las tasas pasivas para depósitos a largo plazo en la búsqueda de retomar altos niveles de rentabilidad; se espera que las entidades analizadas concentren sus esfuerzos en fortalecer su respaldo patrimonial a fin de cumplir las distintas regulaciones emitidas por la SBS y puedan hacer frente a los diferentes retos de los años venideros.



CAPÍTULO V: DISCUSIÓN, CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

5.1 Discusión

Durante el periodo 2001-2011 las corporaciones y las empresas grandes del país han comenzado a utilizar en mayor medida el mercado de capitales en desmedro del financiamiento bancario con la finalidad de reducir y por ende optimizar sus gastos financieros.

Esto a su vez ha provocado una caída en la rentabilidad de la banca comercial que con el fin de recuperar lo perdido frente al mercado de capitales decide incursionar con mayor fuerza en el segmento de las microfinanzas comprando entidades microfinancieras para conocer sus tecnologías.

La guerra desatada en el segmento de las microfinanzas ha tenido como resultado una fuerte reducción en las tasas de interés activas de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito que son las microfinancieras de mayor importancia en dicho segmento.

Como resultado de la presente investigación existe una seria preocupación acerca de nuestro mercado de capitales en su relación con los responsables de ampliar y modernizar la infraestructura económica del país; existiendo los capitales de largo plazo en las arcas de las AFPs y al mismo tiempo requiriéndose alrededor de US\$ 50 mil millones para ampliar y modernizar

nuestra infraestructura económica, no se comprende cómo es que las AFPs cada vez invierten más de sus fondos disponibles en el extranjero; este divorcio entre el sector financiero y el sector real de nuestra economía tiene que resolverse a fin de apoyar con mayor ímpetu al sector exportador del país.

5.2 Conclusiones

- A. El ahorro institucional captado a través de los fondos mutuos, compañías de seguros y fondos privados de pensiones se ha consolidado en los últimos años; los inversionistas institucionales han venido consolidándose como captadores de fondos y proveedores de crédito; así, el mercado de capitales peruano le ha permitido a varias corporaciones empresas grandes obtener financiamiento a un costo relativamente menor que en el sistema bancario tradicional.
- B. A lo largo de las últimas décadas se han desarrollado en muchos países, sistemas orientados a la localización del ahorro de las familias a largo plazo; de otro lado, el cada vez mayor convencimiento a nivel internacional de la necesidad de incentivar fórmulas de prestación complementaria de pensiones, dadas las dificultades que previsiblemente tendrán los sistemas públicos para mantener niveles de coberturas elevados como consecuencia del aumento de la esperanza de vida, ha propiciado un fuerte crecimiento en las dos últimas décadas de los denominados fondos de pensiones privados.
- C. Las emisiones de bonos corporativos así como de acciones son adquiridas por las AFPs constituyendo sus compras de estos valores una forma de contribuir al financiamiento de las empresas, en particular de las corporaciones y de la gran empresa.
- D. La participación del crédito al sector privado dentro del total del valor de la cartera administrada por las AFPs volvió a sobrepasar el 20% a partir del 2008.

- E. Las emisiones de bonos corporativos así como de acciones son adquiridas por los fondos mutuos de inversión constituyendo sus compras de estos valores una forma de contribuir al financiamiento de las empresas, en particular de las corporaciones y de la gran empresa.
- F. A partir del 2006 alrededor de 1/3 de la cartera administrada por los fondos mutuos se utiliza en la compra de valores de las corporaciones y gran empresa en el Perú.
- G. Durante los últimos años las corporaciones y las grandes empresas ya no solamente buscan financiamiento en el mercado de capitales del país sino también del extranjero, mientras que la banca múltiple, para no ver disminuida sus utilidades, intensifica su ingreso al segmento de las microfinanzas donde se ha desatado una guerra financiera por la apropiación de las tecnologías microfinancieras y por el mercado de las micro y pequeñas empresas.
- H. En los años 90 se llevaron a cabo 2 reformas importantes en los países de América Latina: la participación del sector privado en la administración de los fondos de pensiones y en las inversiones en infraestructura.
- I. Los instrumentos para la inversión del sector privado en infraestructura económica deben estar estructurados para que concuerden con las estrategias de inversión de los fondos privados de inversiones, mientras se fomentan los cambios necesarios en el marco regulatorio de los fondos de pensiones; se propone una relación de sector privado a sector privado totalmente voluntaria, aunque con la participación del sector público como otorgante y regulador de las actividades del sector privado.
- J. Un elemento fundamental en la competitividad internacional de nuestros productos de exportación es la calidad de nuestra infraestructura económica.

- K. En las microfinanzas son más evidentes las imperfecciones de mercado originadas por asimetrías de información, fundamentado en las características de sus clientes, los cuales en muchos casos no cuentan con historial crediticio, sus actividades económicas son semi-formales o informales y carecen de garantías reales; dichas asimetrías elevan el riesgo del negocio microfinanciero limitando su contestabilidad, lo cual se constituye en una importante barrera a la entrada de nuevos competidores puesto que les requeriría adoptar una tecnología crediticia especializada y distintos mecanismos de gestión del riesgo incrementando sus gastos operativos.
- L. Las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito (CMAC) fueron creadas en la década de los 80, consolidadas en los años 90 y se mantienen en continuo crecimiento, lo cual impulsa la inclusión financiera, la cultura del ahorro así como la descentralización y profundización financiera tan concentrada en Lima.
- LL. El total del crédito al sector privado de la banca múltiple durante el periodo 2001-2011 solamente creció a una tasa promedio anual del 16%; sin embargo, la tasa de crecimiento de la banca múltiple en el segmento microfinanciero fue del 36.2%; esto significa que sus colocaciones en las microfinanzas crecieron a una tasa más del doble que el total de sus colocaciones; asimismo que el porcentaje de colocaciones de la banca múltiple en el segmento de las microfinanzas dentro del total de sus créditos al sector privado, se incrementó desde el 2.1% el 2001 hasta el 10.5% el 2011.
- M. Si en 1995 la tasa de interés activa en MN de las Cajas Municipales era 2.6 veces mayor que la tasa de interés activa en MN de la banca múltiple, para el cierre del 2011 la tasa de interés activa en MN de las Cajas Municipales era solamente 1.2 veces mayor que la de su competencia, es decir casi iguales.
- N. Durante el bienio 2005-2006 la rentabilidad promedio de las Cajas Municipales del 29.5% superaba a la de la banca múltiple (rentabilidad

promedio del 23%); sin embargo, la exacerbación de la competencia en el segmento microfinanciero hace que las microfinancieras y entre ellas las Cajas Municipales tuvieran que ver reducidas sus utilidades y por ende su rentabilidad medida por el ROE.

5.3 Recomendaciones

- A. Alentar el desarrollo del mercado de capitales peruano con la finalidad de hacerlo asequible a la mediana empresa a fin de abaratar sus gastos financieros y contribuir de esta manera al mejoramiento de su competitividad internacional.
- B. Apoyar la formación de capital humano en el sector público y en particular en Proinversión que es la Agencia de Promoción de la Inversión Privada con la finalidad de que formule proyectos de inversión en infraestructura económica que calce con la oferta financiera de las AFPs.
- C. Alentar y desarrollar más el Sistema Privado de Pensiones dada su probada superioridad en generar:
 - mayor ahorro de largo plazo,
 - mayor inversión, crecimiento y empleo,
 - profundización y sofisticación del mercado de capitales;
- D. Enfrentar la brecha de infraestructura económica pública que afecta al país acelerando el desarrollo de proyectos de inversión público-privada de largo plazo que sean rentables y de impacto económico y social de amplio espectro.
- E. Finalmente el aporte de la presente tesis es evidenciar como las Corporaciones y la Gran Empresa vienen cambiando la estructura de financiamiento de banca múltiple a mercado de capitales , permitiendo a este nivel de Empresas optimizar sus gastos financieros. También se evidencia a partir de este hecho como la banca múltiple incursiona en

el segmentó de la microfinanzas haciéndolo más competitivo y como consecuencia bajar la tasa de interés activa de este segmento.



FUENTES DE INFORMACIÓN

Referencias bibliográficas

1. **Cooper Claudia** (2011) “¿Cómo aumentar la profundidad del mercado financiero peruano?”; Lima. Centro de Investigación de la Universidad del Pacífico
2. **Díez de Castro Luis y López Pascual Joaquín** (2001) “*Dirección Financiera*”; Madrid Prentice Hall.
3. **Herrera García Beatriz** (2003) “*Globalización y Sistema Financiero*”; Lima. Fondo Editorial de la Universidad Nacional Mayor de San Marcos.
4. **Martín Mato Miguel y Meneses Arancibia Humberto**;(2005) “*Análisis de la Concentración Bancaria en el Perú*”; Lima CENTRUM.
5. **Parodi Trece Carlos** (2001) “*Globalización y Crisis Financieras Internacionales*”; Lima, Centro de Investigación, Universidad del Pacífico.
6. **Shirreff David** (2008) “*El Riesgo Financiero*”; Buenos Aires, The Economist.
7. **Van Horne James C.** (2002) “*Administración Financiera*”; Mexico. Edition, 10. Publisher, Pearson Education.
8. Anuario estadístico de las Instituciones Financieras 2007-2011

Referencias Electrónicas

9. Plan de Negocios 2013

www.plandenegocios.com

10. Reporte Trimestral de Inversionistas Institucionales

[www.bbv.com/archivo/inversionistas institucionales](http://www.bbv.com/archivo/inversionistas_institucionales)

11. Orientacion al Inversionista

[www.ipc/empresarial/mercado valores rol conasev](http://www.ipc/empresarial/mercado_valores_rol_conasev)

12. Alternativa del Mercado de Valores para Financiar

[www.bvc.com.co/bvcweb/homefiles/fondos de-capital privado](http://www.bvc.com.co/bvcweb/homefiles/fondos_de-capital_privado)

13. Estrategia del desarrollo del Mercado de Capitales

www.fundacionidea.org.mx/assets/files/lanzamientocapital



ANEXO Nro. 1: Matriz de Consistencia

TÍTULO: INVERSIONISTAS INSTITUCIONALES ESTRUCTURA DE FINANCIAMIENTO EMPRESARIAL: 2007-2011

PROBLEMAS	OBJETIVOS	JUSTIFICACION	HIPÓTESIS	VARIABLES	INDICADORES	DISEÑO METODOLÓGICO
<p>GENERAL ¿En qué medida la mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa para financiar sus proyectos de inversión con miras a optimizar sus gastos financieros?</p>	<p>GENERAL Determinar en qué medida la mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa para financiar sus proyectos de inversión con miras a optimizar sus gastos financieros.</p>	<p>El presente trabajo de investigación se justifica porque intenta encontrar relaciones, interacciones, entre el sector real de la economía y el sector financiero para el caso de la economía peruana durante el periodo 2007-2011.</p>	<p>GENERAL La mayor importancia que están adquiriendo los inversionistas institucionales están impactando en el cambio de la estructura de financiamiento de las corporaciones y la gran empresa del país que están privilegiando el uso del mercado de capitales para financiar sus proyectos de inversión y crecimiento en desmedro del financiamiento bancario con la finalidad de optimizar sus gastos financieros.</p>	<p>Variable Independiente Estructura de financiamiento en mercado de capitales</p> <p>Variable Dependiente Optimización de gastos financieros</p>	<p>Indicadores: patrimonio de AFPs, patrimonio de fondos mutuos</p> <p>Indicadores: tasa de interés activa de la banca comercial, cupones de bonos corporativos</p>	<p>Tipo de investigación El presente trabajo de investigación cumple con las características para definirlo como una Investigación Explicativa.</p> <p>Diseño El presente proyecto está diseñado dentro del campo no experimental y longitudinal toda vez que cubre el periodo 2007 - 2011</p> <p>Técnicas y instrumentos de recolección de datos. Este trabajo de investigación no utilizará ningún instrumento porque se hará uso de información secundaria de los organismos públicos y privados ya mencionados.</p>
<p>ESPECÍFICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> ¿En qué medida la creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual estaría contribuyendo a disminuir la tasa de interés activa en dicho segmento? ¿Cuál es la relación existente entre la inversión financiera institucional y la infraestructura económica del país durante el periodo 2007-2011? 	<p>ESPECÍFICOS</p> <ul style="list-style-type: none"> Evaluar en qué medida la creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual ha contribuido a disminuir la tasa de interés activa en dicho segmento. Estudiar la relación existente entre la inversión financiera institucional, y la infraestructura económica del país durante el periodo 2007-2011. 		<p>ESPECÍFICAS</p> <ul style="list-style-type: none"> La creciente participación de los inversionistas institucionales está obligando a la banca comercial a participar en las microfinanzas, lo cual ha dado lugar a una fuerte disminución de la tasa de interés activa en dicho segmento. La inversión financiera institucional ha superado la demanda de financiamiento en el país debido a la falta de agresividad empresarial resultado de la deficiente infraestructura económica del país durante el periodo 2007-2011. 	<p>Variable Independiente Participación de la banca comercial en el segmento de la micro finanzas</p> <p>Variable Dependiente Disminución de la tasa de interés activa en la microfinanzas institucional</p> <p>Variable Dependiente Inversión de las AFPs en el país.</p> <p>Variable Independiente Deficiente infraestructura económica de apoyo en la inversión financiera</p>	<p>Indicador: colocaciones de la banca comercial en el segmento de las micro finanzas.</p> <p>Indicador : tasa de interés activa de las Cajas Municipales de Ahorro y Crédito.</p> <p>Indicador: valor de las inversiones requeridas para mejorar la infraestructura económica del país.</p> <p>Indicadores: valor del patrimonio de las AFPs en millones de US\$.</p>	