

LA INFORMALIDAD FINANCIERA EN UN CONTEXTO DE REPRESION DEL SISTEMA

Análisis de los Prestamistas Individuales*

Roberto Urrunaga Pascó-Font

RESUMEN

El presente artículo tiene como objetivo explicar cómo la insuficiencia del desarrollo del sistema financiero y sus características propias de funcionamiento guardan una estrecha relación con el surgimiento y la evolución del mercado informal de capitales, en general, y de los prestamistas individuales, en particular. Para ello el autor realiza una discusión teórica sobre la represión financiera y describe su evolución en la economía peruana, a la vez que presenta una caracterización de los prestamistas informales en base a una encuesta realizada por GRADE. Su análisis lo lleva a concluir que esta situación de represión sobre el sistema financiero ha desincentivado su intermediación y atractivo, favoreciendo el auge del mercado informal por lo cual plantea que deben tomarse ciertas medidas al respecto.

ABSTRACT

The purpose of this article is to explain how the lack of development of the financial system and its performance hold a close relationship with the appearance and growth of the informal capital market, in general, and with the individual informal lenders, in particular. To that effect, the author carries out a theoretical analysis of financial repression and describes its evolution in the Peruvian economy, on the basis of a survey of informal lenders done by GRADE. His study brings him to conclude that the situation of repression has diminished the intermediating role and the attractiveness of the financial system, thus favouring the development of the informal market. He then proposes some steps that must be taken to correct this situation.

Introducción

Uno de los principales problemas de la mayoría de los países en desarrollo, y especialmente del Perú, es su escasez de generación de capital interno —léase ahorro financiero— en relación al tamaño de las inversiones requeridas para lograr altas y sostenidas tasas de crecimiento de la economía y del ingreso per cápita real. Esto se debe, principalmente, al escaso desarrollo del sistema financiero en dichos países, una de cuyas principales causas ha sido y es la aplicación de estrictos y restrictivos controles gubernamentales —conocidos con el nom-

bre de represión financiera—, principalmente sobre las tasas de interés, tornándolas fuertemente negativas. Esto ha determinado que dicha variable (la tasa de interés) haya dejado de desempeñar la función que debe cumplir, cual es el ser un eficiente asignador del crédito y captador del ahorro suficiente para financiar las actividades que así lo requieran, apareciendo en su lugar otros mecanismos como el racionamiento del crédito y la especulación.

Analizando específicamente el caso peruano, la ausencia de un conjunto coherente de medidas de política económica interna ha causado que el ahorro interno lia-

* Este artículo se basa en un proyecto realizado en GRAD1 . en el que participó el autor, y que contó con el apoyo financiero del IIR< de (anadá

ya sido insuficiente e, inclusive, haya venido disminuyendo. En base a esto, y para eliminar esta brecha de ahorro interno frente a las necesidades de inversión, inicialmente se optó por una concertación cada vez mayor de endeudamiento externo, causando con ello mayores problemas en la balanza de pagos. Mal que bien, la inversión se encontraba entonces financiada. Sin embargo, con la política adoptada por el nuevo gobierno, era de esperarse (como ya se puede constatar) que la oferta de fondos proveniente del exterior sería prácticamente nula. Esto último resalta la importancia que debe cobrar el diseño de las medidas y políticas que sean capaces de lograr un repunte del ahorro interno, de tal manera que pueda financiar esta considerable brecha para evitar una caída en los niveles de inversión que disminuya el crecimiento de la economía.

Es así que la principal hipótesis que se plantea es que la represión financiera (RF) causa el desarrollo y la ampliación y especialización del Mercado Informal de Capitales (MIC); mientras que el racionamiento de crédito (RC), aplicado por las instituciones financieras, genera la aparición de este mercado, como una fuente alternativa de obtención de recursos para los prestatarios insatisfechos.

Ahora bien, es necesario realizar una serie de aclaraciones y precisar los límites al alcance de este trabajo.

En primer lugar, no debe identificarse lo que es el sector informal productivo y comercial con lo que es el mercado informal de capitales. A grosso modo, el primer sector se refiere a los pequeños empresarios y comerciantes que se encuentran al margen de la ley y de Contribuciones, mientras que el segundo se refiere exclusivamente a las transacciones financieras no efectuadas por el sistema financiero formal (SFF), donde concurren no sólo los agentes informales productivos y/o comerciantes, sino también los agentes formales que no obtienen crédito en las instituciones finan-

cieras y/o que buscan obtener mayores ganancias².

En segundo lugar, debido a la extensión del estudio no ha sido posible tomar en cuenta al Mercado de Valores como una fuente alternativa de inversión y financiamiento. Esto no quiere decir que no se reconozca su importancia y su potencial, sino que además de lo mencionado, este mercado ya ha sido materia de estudio de otros trabajos.

En tercer término, no se pretende identificar todas las causas que han determinado el surgimiento y la evolución de este mercado informal³. Lo que se busca, simplemente, es explicar este fenómeno a partir de los problemas de RF y RC, existentes en el sistema financiero (SF).

Otro punto es que la identificación de los prestamistas individuales (PI) se realizó mediante el seguimiento de sus anuncios en un diario, por lo cual se han dejado de lado todos aquellos que no se anuncian y que generalmente se encuentran en los mercadillos informales. Esta discriminación fue hecha adrede, ya que lo que se buscaba era el estudio del crédito informal disponible a cualquier agente económico, sea éste formal o informal.

Por último, no se incorpora un análisis sobre los posibles efectos del proceso de estatificación del SF debido a la incertidumbre del mismo, aunque podría adelantarse que estaría causando una expansión del MIC, motivada por la desconfianza imperante al momento de escribir este documento, tanto en los banqueros y empresarios como en el público en general.

Con respecto a la estructuración del trabajo, el punto de partida es la descripción y explicación de la situación de fragmentación de un mercado de capitales cualquiera. Este fenómeno financiero es justamente el principal supuesto de la hipótesis de RF, que constituye el marco teórico que permite explicar la evolución del MIC.

En la segunda sección se describe la evolución del SFF peruano, incidiendo en

la demostración de su carácter reprimido. También se estudian las fuentes de financiamiento de las empresas, de tal manera que permitan apreciar la importancia del autofinanciamiento y de los créditos informales como consecuencia de la escasa canalización de recursos que efectúa el sistema financiero.

La caracterización y el ámbito del MIC se estudian en la Sección No. 3. Ahí se apreciarán las diversas modalidades que conforman este mercado informal.

Luego de una breve descripción de cada uno de estos submercados, se optó por escoger a los PI para su estudio detallado —lo cual se realiza en la Sección No. 4— debido tanto a su mayor carácter usurero y, por lo tanto ilegal, como para llenar un gran espacio vacío.

Finalmente, se mencionan las principales conclusiones a las que se ha llegado y se plantea una serie de recomendaciones y medidas de política económica que podrían aliviar los problemas de la desintermediación del SFF y de la informalidad financiera.

1. **Represión Financiera y Mercado Informal de Capitales**

1.1 **Fragmentación del Mercado de Capitales**

Como ya se mencionó en la introducción, aquí se parte del supuesto de una situación de fragmentación de un mercado de capitales cualquiera, lo cual implica que los agentes económicos se encuentran tan aislados que han de afrontar diferentes precios efectivos —llámense tasas de interés— y/o ante diferentes condiciones en general, para la utilización de los mismos servicios financieros.

Entre las múltiples causas que explican la existencia de este fenómeno se encuentran: (a) la incertidumbre proveniente de las relaciones sobre un período de tiempo que involucra toda transacción en un

mercado de capitales; (b) los costos de transacción, usualmente representados por la suma de los costos administrativos y la prima por riesgo de omisión (donde a mayor riesgo asumido hay mayor costo); (c) información incompleta, que tiene mucha relación con los costos de transacción ya que su escasez representa un importante riesgo a la vez que su adquisición implica un significativo costo administrativo; (d) la política de tasas de interés restrictivas y los requerimientos legales de reservas, que muestran la intervención gubernamental; y (e) la inexistencia de una relación uniforme entre los términos de los contratos de préstamo y los montos a solicitarse, en función a diferentes condiciones de repago, garantías exigidas, etc.

Por otro lado, entre las principales consecuencias se encuentran las siguientes: (a) si se asume la coexistencia de dos sectores: el moderno industrial y el tradicional, puede esperarse que el primero experimentará menores niveles de incertidumbre y de costos de transacción que el segundo; (b) los empresarios tenderán a seguir patrones de consumo desviados del óptimo y a mantener volúmenes de inventarios inadecuados; (c) el efecto negativo sobre el nivel de empleo de la economía, ya que el insuficiente ahorro generado impone una restricción de fondos de inversión (RC) a gran número de empresas; (d) la ineficiencia del mercado de capitales, que se refleja en bajos coeficientes de liquidez y activos monetarios con respecto al PBI y que determina el autofinanciamiento⁴, con lo que cada vez se acentúa más esta segmentación; y (e) la intervención del gobierno para corregir esta situación, que generalmente la empeora, causando a su vez la RF.

1.2 **Racionamiento de Crédito**

Según algunos autores,⁵

"El racionamiento de crédito ocurre cuando los prestamistas cotizan una tasa de interés sobre los préstamos y

proceden a ofrecer un préstamo de tamaño más pequeño que el demandado por el prestatario"

En un mercado de capitales cualquiera sea el exceso de demanda por crédito tiende normalmente a incrementar su precio, es decir, la tasa de interés; sin embargo, la inviabilidad de las instituciones financieras de cobrar diferentes tasas a los clientes para el mismo tipo de crédito -impidiéndoles asumir mayores riesgos- permite la persistencia del RC.⁶

Si este fenómeno, inicialmente de corto plazo, se mantiene por períodos relativamente largos, podría explicarse por las políticas represivas implementadas por el gobierno (por ejemplo, la legislación contra la usura).

El problema se agrava aún más si se toma en cuenta que las empresas y/o personas privilegiadas con crédito son generalmente conocidos y/o tienen conexiones políticas y empresariales con las instituciones financieras⁷, dejando así de lado muchos proyectos rentables y tomando muchos ineficientes.

Por otro lado, en función del riesgo inherente a cada proyecto, se produce un conflicto de intereses entre los prestatarios y los prestamistas (las instituciones financieras). Mientras los primeros normalmente buscan la mayor rentabilidad —generalmente presente en los proyectos más riesgosos—, los segundos buscan asegurarse sus repagos, por lo cual preferirán financiar proyectos menos rentables (porque generalmente son menos riesgosos). De aquí que cuando se incrementan las tasas de interés las instituciones financieras podrían obtener menores rendimientos⁸, proveyéndose así de otro incentivo para racionar el crédito.

1.3. Represión Financiera

La RF implica la aplicación de excesivos controles gubernamentales sobre el SF tales como la regulación de tasas de in-

terés máximas, los requerimientos mínimos de encaje, la exigencia de garantías, etc. En general, toda economía reprimida se caracteriza por tener:

- a) tasas de interés nominales máximas para los préstamos y los depósitos, impuestas por las autoridades, donde el valor de dichas tasas se encuentra por debajo del equilibrio del mercado;
- b) un mercado de capitales estrecho y fragmentado, consistente principalmente de dinero y activos monetarios (depósitos). El mercado de acciones y otros títulos es casi inexistente;
- c) la inflación y la tasa de interés real sobre los depósitos son variables importantes en la demanda y la oferta de fondos;
- d) no existe distinción entre ahorristas e inversionistas, y el autofinanciamiento es la característica común;
- e) desde que el rango de los activos monetarios es estrecho y la tasa real de retorno ofrecida para dichos activos es baja, el consumo es alentado y, entonces, el ratio ahorro-ingreso es bajo; y
- 0 debido a la baja elasticidad ingreso de los impuestos, los gobiernos son alentados a recurrir a métodos inflacionarios de financiación para sus déficits.

En términos prácticos, en este estudio se entiende por RF el prevalecimiento de tasas de interés reales negativas⁹ r

Esta hipótesis fue formulada inicialmente por Ronald Mckinnon y Edward Shaw.¹⁰ cuyo principal argumento es que este fenómeno disminuye el tamaño real del SF en relación a los sectores no financieros. disminuyendo también la tasa real de crecimiento económico Estos autores

parten del supuesto fácilmente constatable que los países en desarrollo son economías que tienen inherente un alto grado de fragmentación en casi todos sus mercados, producto de las "economías de enclave" heredadas del período colonial. Desde aquellas épocas, los gobiernos, en lugar de liberalizar e integrar sus mercados, incrementaron su grado de fragmentación imponiendo una serie de restricciones cuantitativas —entre las que destacan las tasas de interés techo y los requerimientos de encaje y reservas— que determinaron el desarrollo del RC.

El problema es que el gobierno justifica su intervención como un medio para mejorar la situación de los sectores marginados, pero realmente lo que hace es apropiarse de los fondos para financiar el déficit público.

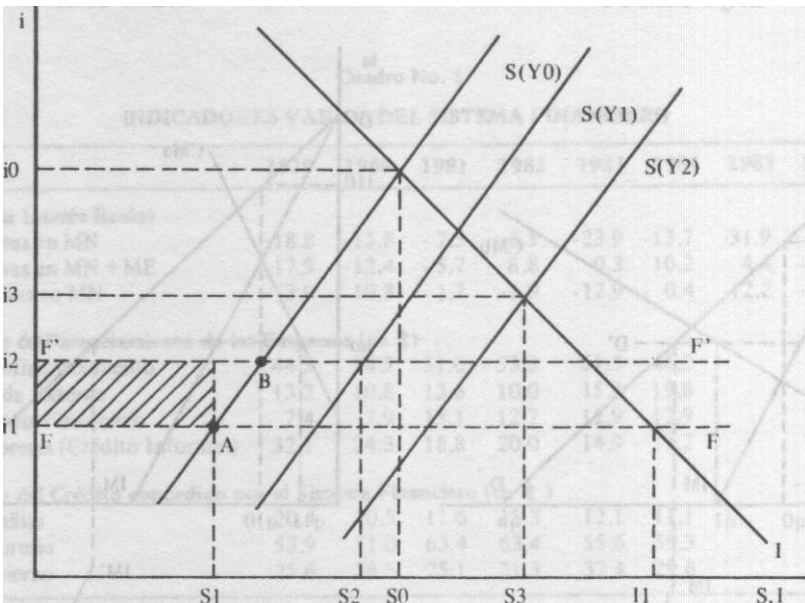
Este fenómeno de RF puede ilustrarse en el Gráfico No. 1. La curva I re-

presenta el volumen de inversión, las curvas $S(Y_0)$, $S(Y_1)$ y $S(Y_2)$ representan las curvas de ahorro a diferentes niveles de ingresos, i representa la tasa real de interés y F representa la represión financiera, que consiste en una tasa nominal de interés determinada administrativamente que mantiene la tasa real por debajo de su nivel de equilibrio.

La situación de equilibrio, al nivel de ingreso Y_0 , es el punto en el cual se igualan el ahorro y la inversión, es decir, a la tasa de interés i_0 . Sin embargo, las autoridades fijan la tasa de interés al nivel de i_1 , con lo cual el nivel de ahorro cae a S_1 , por lo que el nivel de inversión también caerá a dicho nivel —asumiendo que no existen requerimientos de encaje—, lo que determina la aparición de un exceso de demanda por fondos (inversión) tal como $I_1 - S_1$.

Gráfico No. 1

AHORRO E INVERSION BAJO REPRESION FINANCIERA



En este contexto, la tasa de interés real es la clave del mayor nivel de inversión por medio de la mayor captación de ahorros.¹¹ Incrementando la tasa de interés techo (de i_1 a i_2) disminuye la represión financiera (de F a F') y se incrementan los volúmenes de ahorro e inversión (de A se pasa a B), dejándose de financiar las inversiones de bajo rendimiento (área sombreada), por lo que la eficiencia promedio de las inversiones financiadas se incrementa. Esto da como resultado que se incremente el nivel de ingreso -se pasa a $S(Y_1)$ - y se incrementa aún más el volumen de ahorro (hasta S_2). Entonces, repitiendo el proceso, probablemente se llegará al equilibrio.

Ahora bien, el problema con el análisis anterior, es que no siempre los proyectos que dejan de financiarse son los menos eficientes, debido a las conexiones político-financieras anteriormente mencionadas.

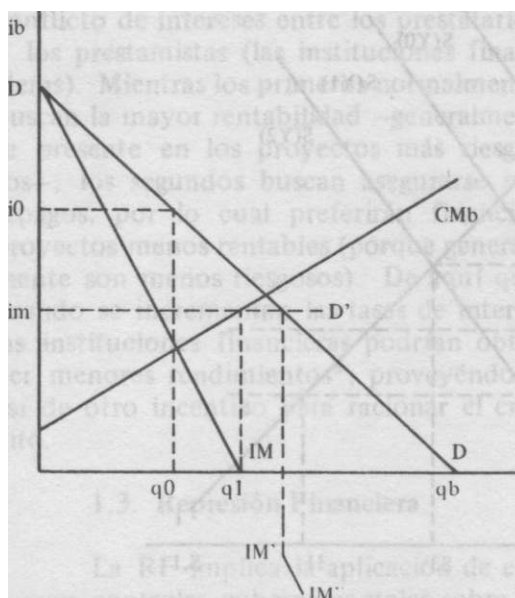
1.4. Represión Financiera, Racionamiento de Crédito y Mercado Informal de Capitales

La RF conduce a mercados segmentados, ya que el mantenimiento de tasas de interés por debajo del equilibrio requiere mecanismos de asignación del crédito al margen de las fuerzas del mercado. De lo anterior se produce el efecto de retroalimentación, debido a que previamente existía la situación de RC.

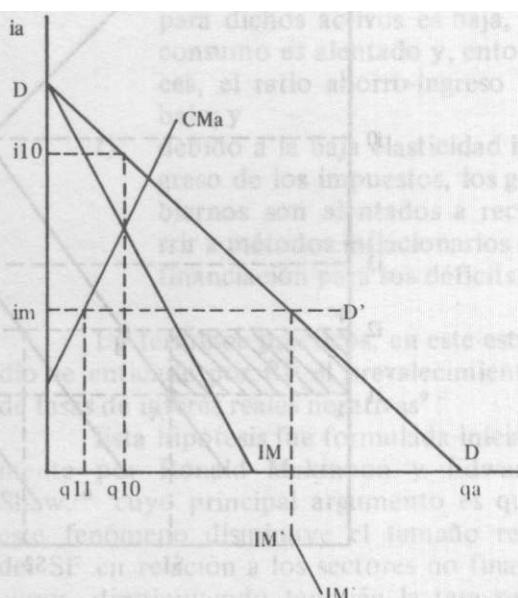
Esta discriminación entre los prestatarios potenciales puede ilustrarse en el Gráfico No. 2. Ahí se han trazado curvas idénticas de demanda (D) y de ingreso marginal (IM) para dos tipos de clientes: los más riesgosos y los menos riesgosos¹². Las curvas de costo marginal (CM) representan los efectos que sobre los gastos tienen los diferentes grados de riesgos de cada uno de

Gráfico No. 2

MERCADO DE CREDITO BANCARIO PARA PRESTATARIOS DE BAJO RIESGO



MERCADO DE CREDITO BANCARIO PARA PRESTATARIOS DE ALTO RIESGO



los grupos -por lo que obviamente será más empinada la curva correspondiente al prestatario de más alto riesgo—.

En ausencia de dispositivos legales que reglamenten o fijen la tasa de interés, el banco colocará la cantidad q_0 a la tasa de interés i_0 para los prestatarios de bajo riesgo, y la cantidad q_1 a la tasa i_1 para los de alto riesgo —donde $i_1 < i_0$ y $q_1 > q_0$ —.

En el caso de que la autoridad monetaria determine una tasa de interés máxima (i_m), la curva de demanda efectiva se convierte en $i_m D'$ y la curva de ingreso marginal en $i_m D' IM^* IM''$. En este caso, el banco colocará la cantidad q_1 a los prestatarios de bajo riesgo y q_1 a los de alto riesgo; donde $q_1 > q_0$ pero $q_1 < q_1$.

Es decir, el efecto de fijar tasas de interés máximas —por debajo de las tasas libres anteriores— es incrementar el volumen colocado a los prestatarios de bajo riesgo y disminuir el correspondiente a los de alto riesgo.

Debido a todo lo anterior, los prestatarios insatisfechos tienen que recurrir al financiamiento proporcionado por otras fuentes de financiamiento agrupadas en el llamado MIC. De la misma manera, los

ahorristas insatisfechos con los rendimientos obtenidos en el SF recurren a este mercado informal.

Ahora bien, las tasas cobradas y pagadas en este mercado son mucho mayores a las del SF debido a su evasión de la legislación contra la usura y, por lo tanto, al incumplimiento de los topes máximos legales sobre las tasas de interés.

Completando el análisis, si el nivel de la tasa techo es bajo, existirá un fuerte RC y un gran MIC, mientras que si este nivel es alto, tanto el racionamiento como el mercado informal serían muy pequeños, pero surgiría el problema de que los prestatarios menos riesgosos tendrían que pagar mayores tasas que antes.

2. Represión en el Sistema Financiero Peruano

A continuación se presentan de manera esquemática, sin guardar un orden de importancia y acompañados por varios cuadros estadísticos —para el período 1970-1986—, los principales indicadores que permiten ilustrar la situación de RF experimentada por el SF peruano.

Cuadro No. 1

INDICADORES VARIOS DEL SISTEMA FINANCIERO

	1979	1980	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Tasas de Interés Reales								
- Pasivas en MN	-18.8	-15.8	-7.5	-5.5	-23.9	-13.7	-31.9	-22.5
- Pasivas en MN + ME	-17.9	-12.4	-5.7	8.8	0.3	10.2	4.4	-25.6
- Activas en MN	-13.9	-10.8	-1.7	-1.9	-12.9	-0.4	-P2	-14.1
Fuentes de Financiamiento de las Empresas (en %)								
- Autofinanciamiento	44.3	54.5	51.0	53.3	51.5	46.2		
- Deuda Externa	13.2	10.8	13.6	10.0	15.8	19.8		
- Sistema Financiero	7.4	7.9	15.1	12.7	12.9	12.9		
- Empresas (Crédito Informal)	32.1	24.3	18.8	20.0	14.9	17.2		
Destino del Crédito concedido por el Sistema Financiero (en %)								
- Familias	20.4	20.5	11.6	15.3	12.1	11.1		
- Empresas	53.9	51.0	63.4	63.4	55.6	59.3		
- Gobierno	25.6	28.5	25.1	21.3	32.4	29.6		

Cuadro No. 2

ACTIVOS FINANCIEROS Y COMPONENTES DE LA LIQUIDEZ

	Activos Financieros /PBI	Ahorro Financiero /PBI	Liquidez /PBI	Estructura Porcentual de la Liquidez				Brecha Ahorro Inversión
				Dinero + Depósitos de Ahorro	Depósitos A Plazo	Liquidez en MN	Liquidez en ME	
1970	54.7	12.47	25.89	68.70	11.08	99.20	0.80	
1975	67.3	13.54	27.84	64.75	10.25	99.67	0.33	
1980	82.1	16.69	27.23	51.78	8.21	71.92	28.08	- 0.6
1984	103.2	24.91	32.64	37.65	9.17	50.98	49.02	- 1.3
1985	84.1	17.38	26.76	51.25	14.19	69.66	30.34	0.9
1986		12.83	23.41	63.99	17.68	88.50	11.50	- 5.3

Fuente: BCRP, Memorias y Compendio de Estadísticas Monetarias.

Cuadro No. 3

DISTRIBUCION DEL CREDITO

Sector	Número de Deudores	Importancia Relativa %	Proporción de Créditos
Público	27	0.4	32.9
Privado	6592	99.6	67.1
	378	5.7	20.8
	6214	93.9	46.3
Total	6619	100.0	100.0

Fuente: Luis Dellepiane (1985).

- la fijación de tasas de interés máximas legales fuertemente negativas en términos reales, principalmente las pasivas, lo que impidió la captación de mayores recursos que podrían haber permitido la concesión de mayores préstamos.

- el bajo coeficiente de monetización (oferta monetaria/PBI), que se ha situado alrededor del 25 o/o del PBI, frente al 60 o/o que mantienen los países industrializados, lo cual está revelando el pequeño tamaño absoluto del SF como asignador y redistribuidor de fondos en la economía.

el comportamiento del ahorro financiero, que alteró e impidió el desarrollo de la intermediación financiera del sistema, al propiciarse el proceso de dolariza-

ción de la economía y permanecer invariable el total de dicho ahorro en relación al PBI -a un nivel muy bajo— después de haber transcurrido más de 15 años.

- la estructuración de la liquidez, donde se aprecia la preferencia del público por el dinero y las formas cortoplacistas de ahorro en detrimento de los ahorros a plazos, donde estos últimos son justamente los más necesarios para financiar el desarrollo económico.

- la constante brecha deficitaria de ahorro-inversión, debido a la escasa generación de ahorro interno, teniendo que recurrirse entonces al ahorro externo, el cual al encontrarse en la actualidad muy limitado, ocasionará mayores problemas.

- el insignificante coeficiente de interrelación financiera (activos financieros/PBI), que ha sido de alrededor del 70 o/o del PBI, cuando en los países más desarrollados éste supera en varias veces sus productos. Lo anterior está reflejando el escaso grado de desarrollo financiero en la economía peruana.

el crédito concedido por el SF, ha sido muy racionado y concentrado en favor del gobierno y de las empresas públicas y, en menor grado, de una pequeña proporción de empresas privadas, lo cual es el resultado de la fuerte intervención estatal en el proceso de intermediación financiera

la conformación de los pasivos financieros empresariales, donde la principal fuente de financiamiento ha sido el autofinanciamiento (alrededor del 50 o/o del total de recursos), siguiéndole en orden de importancia los préstamos de proveedores, como resultado del RC aplicado por el SF, donde este último tan sólo representó aproximadamente una décima parte del total. Este problema se agrava aún más para la pequeña industria y el sector informal.

Todo lo anterior ha causado una aguda escasez de fondos prestables en el SF, por lo cual el crédito ha estado y está muy racionado, determinándose de esta manera que muchos prestatarios queden insatisfechos y tengan que recurrir al MIC.

3. El Mercado Informal de Capitales en el Perú

Se dice que,¹³

"... el Mercado Informal tiende a desarrollarse si sus operaciones son tales que su costo de transacción (incluyendo el costo de adquisición de la información inherente al riesgo de que no se cancele la obligación) sea comparativamente alto para los intermediarios financieros no especializados en este rubro, y si por algún motivo aquellos especializados se ven impedidos de surgir. Cabe señalar que el Mercado Informal existirá también en los casos en que se presenten controles institucionalizados o legales en la disponibilidad del crédito, causando su racionamiento, negando o limitando su acceso a los detallistas y/o consumidores."

Sin embargo, la diferencia de tasas entre ambos mercados (formal e informal) es muy alta para explicarse sólo en términos de mayores costos. Otras razones son la comisión por administración de los préstamos, la prima por riesgo y los beneficios monopólicos.

3.1. Caracterización e Importancia del Financiamiento Informal

En promedio, entre 1966 y 1985, sólo el 11 o/o del ahorro privado fue depositado en el SFF.¹⁴ Este resultado remarca la importancia del financiamiento informal: la gran parte de la oferta de fondos está constituida por recursos financieros provenientes del MIC.

Las principales características aquí identificadas son:

- a) La fuerza monopólica del prestamista sobre el prestatario.
- b) La ausencia de control gubernamental.
- c) Su carácter personalizado.
- d) Libertad de ingreso y retiro de los prestamistas y prestatarios.
- e) La segmentación de su propio mercado, debido a la existencia de diferentes tasas de interés, plazos, garantías, etc., que se explica, a su vez, por el carácter monopólico de los prestamistas y por la falta de información de los prestatarios.

Casi todos los prestatarios del mercado informal no tienen acceso al mercado formal debido a su falta de garantías líquidas o a su aislamiento. Esto coloca al prestamista en una posición privilegiada en términos de los posibles intereses cobrados. Por otro lado, el carácter personalizado de este mercado facilita al prestamista asegurar su crédito a través de garantías no aceptadas en el mercado formal. Estas garantías usualmente son subvaluadas por el prestamista, por lo que la ganancia de éste estará formada por la tasa de interés que cobra más la magnitud en la cual las garantías están subvaluadas.

Ahora bien, el prestamista es capaz de aceptar estas garantías debido a su conocimiento personal del prestatario y/o porque ambos están dedicados a la misma actividad o relacionadas —el principal negocio del "prestamista" no es conceder créditos—. La condición, entonces, para obtener un crédito informal es tener garantías que

brinden especial interés al prestamista; por lo cual, una omisión en el pago del préstamo significaría que el prestamista adquiriría un activo sobre el cual tiene un especial interés a un precio subvaluado, mientras que el prestatario perdería un monto mayor al que obtuvo como préstamo.

Además, la inestabilidad del mercado informal, su carácter ilegal y el rango limitado de sustitutos para los activos financieros de corta maduración que rindan altos rendimientos, induce a afirmar que la mayoría de préstamos son a corto plazo, como por ejemplo, para financiar capital de trabajo, para empresas que están afrontando condiciones difíciles o para pequeños negocios que necesitan créditos para sobrevivir y/o que tienen acceso limitado al SFF.

Por otro lado, la facilidad de operación de este mercado no sólo es debida a su rapidez, sino también por la cuas clandestinidad en que se realiza. Por esto, la exigencia de información relativa al deudor, los usos de fondos prestables y el origen de las garantías es sumamente mínimo.

Finalmente, existe una transferencia neta y real de los recursos del prestatario al prestamista, pero este último, en lugar de utilizar estos excedentes para incrementar significativamente los fondos prestables —lo cual podría disminuir la tasa de interés—, los utiliza para otras actividades a fin de mantener el excedente de demanda de crédito y entonces propiciar las condiciones para lograr altas tasas de interés. De aquí, se supone que las actividades que se realizan con financiamiento del MIC tienen muchos mayores rendimientos que lo que se observa en el mercado formal, para poder cumplir con el repago. La escasa información disponible revela que muy pocos prestatarios informales incumplen sus pagos y menos aún están en quiebra.

3.2. Ambito del Mercado Informal de Capitales

El MIC, como ya se ha dejado entrever, más que una unidad es una agrupa-

ción de submercados, todos los cuales cumplen con la característica de evadir las tasas de interés máximas legales.

Una primera clasificación es aquella que lo divide en urbano y rural. En el presente estudio sólo se estudia el mercado urbano, el cual se subdivide en seis modalidades: créditos comerciales, créditos de proveedores, créditos de minoristas, sistema de fondos mutuos, mercado secundario extra-bursátil y mercado de prestamistas individuales.¹⁵

El mercado de créditos comerciales se refiere a la identificación del prestamista con el sector comercial, donde el destino del financiamiento está dirigido a los bienes de consumo, tanto duraderos como no duraderos, para los que hay una demanda sumamente elástica. Este mercado se encuentra difundido en los centros urbanos y en su periferie —los llamados pueblos jóvenes— Consta a su vez de dos modalidades, a saber: el crédito asociado con la venta específica de un bien, por lo que se le denomina venta a plazos, y el crédito como un monto para ser utilizado en la adquisición de los bienes que ofrece el prestamista, donde la garantía es el propio bien. En la venta a plazos debe fijarse el precio de venta final del producto, el cual es mucho mayor que el precio al contado debido a los cargos adicionales —como la tasa de interés, las comisiones, los impuestos y otros—.

El crédito de proveedores puede ser tanto a la producción como al comercio. El crédito a la primera actividad exige garantías prendarias, avales o fianzas comerciales y el plazo es indeterminado. Por otro lado, el crédito a la segunda actividad normalmente crea una cadena —productores a grandes almacenes y éstos a minoristas—, exigen garantías comerciales, el plazo es muy corto —entre 30 y 60 días—, y, para fijar la magnitud del préstamo, exige experiencia y confianza del proveedor con respecto al deudor, quien debe mostrar suficiente solvencia y manejo de los inventarios.

El crédito de los minoristas está conformado por las ventas a plazo que realizan los comerciantes al menudeo, pero de diferente manera a las ventas a plazo anteriormente descritas, ya que en este caso las ventas se realizan al "fiado", donde los comerciantes asumen a plenitud los riesgos de insolvencia de los deudores. Este tipo de crédito se otorga mucho en los pueblos jóvenes y los pagos son semanales.

El sistema de fondos mutuos o colectivos ha sido una de las últimas modalidades en incorporarse al MIC. Su introducción en la economía nacional apareció a comienzos de la década del 70. La idea es la cooperación mutua entre diversos agentes económicos, quienes son acreedores y deudores entre ellos mismos. El grupo de participantes se compromete a aportar una cuota fija durante un período determinado. Generalmente el monto comprometido es el valor del bien que todos los miembros del grupo deciden obtener, por lo que mensualmente se recolectan los fondos necesarios para adquirir los bienes. Para ser beneficiario de este crédito hay que pasar por un "sorteo" entre los socios que no hayan recibido aún el bien. Como el sistema tiene su administración privada, los participantes deben pagar los costos de administración.

El mercado secundario extra-bursátil se desarrolló mucho en los últimos años del gobierno de Belaúnde, por la falta de liquidez en el sistema bancario. En este mercado se transan básicamente las adquisiciones de letras de cambio de muy corto plazo -a 30, 60 y 90 días de vencimiento- negociándose especialmente las cercanas a su vencimiento y donde la calidad de los prestatarios revelen un adecuado nivel de solvencia. Aquí se incluyen todos los títulos y valores libremente negociables por ser al portador, habiéndose constituido especialmente un mercado secundario para los certificados de depósito en dólares.

Finalmente, pero no por eso menos importante, el mercado de prestamistas individuales, el cual ha sido tradicionalmente

identificado al MIC, y es materia de estudio de la siguiente sección.

4. Los Prestamistas Informales Individuales

Esta modalidad tradicionalmente ha sido la más identificada al MIC. Aquí, el crédito es otorgado sobre una base de relación personal entre el acreedor y el deudor. Las garantías son principalmente prendarias y los intereses usualmente se fijan mensualmente.

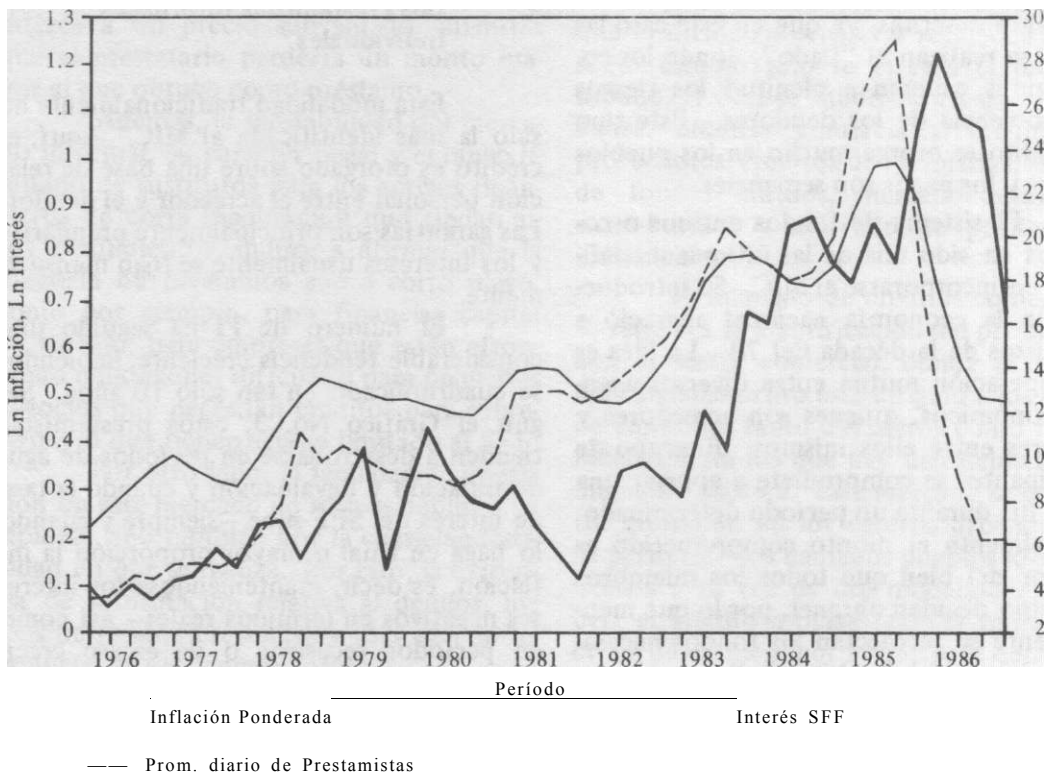
El número de PI ha seguido una considerable tendencia creciente, habiéndose cuadruplicado en tan sólo 10 años. Según el Gráfico No. 3, estos prestamistas tienden a desarrollarse en períodos de aguda inflación y devaluación y cuando la tasa de interés del SFF sube —siempre y cuando lo haga en igual o mayor proporción la inflación, es decir, manteniéndose los intereses negativos en términos reales— así como en períodos recesivos o de escaso crecimiento. Así, por ejemplo, mientras menor es la diferencia entre la inflación y la tasa de interés legal, la oferta de PI tiende a caer, porque se vuelve más atractivo —o menos perjudicial— el mantener depósitos en el SFF (ver años 1978 y 1981). A su vez, los períodos en los cuales no queda clara la relación anterior, pueden explicarse por la tendencia del PBI (años 1979 y 1983-84).

En el Cuadro No. 4 se muestran las tasas de interés mensuales cobradas y pagadas por los PI, las cuales superan varias veces las prevalecientes en el SFF y la inflación relevante de 3.6 o/o¹⁶. Esto se torna más preocupante si se toman en cuenta los intereses anualizados, los cuales si bien en muchas oportunidades no llegan a aplicarse debido a que estos créditos (principalmente los pequeños) son operaciones de muy corto plazo, en muchas otras sí se cumplen, debido a las renovaciones de dichos préstamos.¹⁷

Es interesante apreciar la amplia variabilidad de tasas cobradas por los presta-

Gráfico No. 3

INTERES, INFLACION Y PRESTAMISTAS
(Datos Trimestrales: 1976-1986)



Cuadro No. 4

TASAS DE INTERES DE LOS PRESTAMISTAS INFORMALES

	Montos de Préstamo (en miles de intis)				
	Menor o igual a 10	11-20	21-49	50-99	Mayor o igual a 100
Tasa Activa:					
Nominal Mensual	12-25	12-25	10-25	8-20	7-15
Nominal Anualizada	290-1355	290-1355	214-1355	152-792	125-435
Efectiva Mensual*	14-31	17-31	17-33	19-33	18-26
Tasa Pasiva Mensual	10-20	10-20	10-20	10-20	10-12
Diferencial**	4-21	5-21	6-18	6-18	8-16

(*) Incluye la comisión, donde esta última generalmente es igual al diferencial.

(**) No corresponde necesariamente a la resta de los límites inferior y superior de las tasas activas con sus correspondientes de las tasas pasivas, ya que algunos prestamistas mantienen en ciertas oportunidades menores diferenciales.

I lienle: 1 laboración propia, en liase a encuesta realizada por GRADI

mistas para diferentes montos de crédito donde a mayor monto de préstamo el rango de variabilidad tiende a acortarse y sus valores máximos se vuelven menores— así como para cada monto en particular. Mientras lo primero se debe tanto a las economías de escala existentes en los montos mayores como a la probable imposibilidad de afrontar mayores tasas por parte de los prestatarios para dichos créditos —donde esto último es reconocido por los prestamistas—; lo segundo puede explicarse por la diferenciación del riesgo que practican los PI y por la segmentación propia de sus diferentes negocios, que comprenden desde estudios de abogados, compañías inmobiliarias y negocios de compra-venta de oro y joyas, hasta prestamistas particulares (es decir, aquellos que se dedican a este negocio por su propia cuenta y que principalmente atienden en sus hogares).

Queda claro, entonces, que los prestamistas son personas muy diversas y no son únicamente individuos que se encuentran merodeando los mercadillos informales. Es decir, estos PI no prestan únicamente a empresarios y comerciantes informales sino también a cualquier persona y empresa en general y para cualquier motivo.

Muchos prestamistas suelen cobrar, además, una comisión y/o otros gastos, lo cual incrementa el costo efectivo del préstamo. Esto es así porque en muchas oportunidades los PI, además de utilizar su dinero o aún sin utilizarlo, trabajan con el dinero de inversionistas y/o ahorristas a los cuales tienen que retribuirles una tasa de interés —generalmente la tasa nominal exigida por los prestamistas— por lo que, en estos casos, la comisión es su fuente de ganancia. Dicho de otro modo, generalmente la comisión es la diferencia entre el costo efectivo del crédito y la tasa de interés pasiva que pagan los prestamistas.

Con respecto a las garantías aceptadas por los PI para conceder créditos, éstas son muy líquidas y no involucran generalmente avals ni otros requisitos difíciles de conseguir para una persona cualquiera

Además, existe una marcada diferencia según el monto solicitado sea pequeño (hasta 20 mil intis) o grande (mayor o igual a 50 mil intis). Así, mientras para los primeros las garantías son prendarias —principalmente artefactos y joyas—, para los segundos son hipotecarias. A su vez, los préstamos medianos incorporan ambos tipos de garantías, aunque aceptando mayoritariamente automóviles en prenda (ver Cuadro No. 5).

Debido a lo anterior, y por el hecho que a mayores montos las tasas de interés cobradas son menores, puede concluirse también que los artefactos electrodomésticos y las joyas dejadas en garantía involucran préstamos con mayores tasas de interés que aquellos en los que las garantías son autos y principalmente hipotecas.

De la misma manera, debido a que los préstamos más pequeños involucran plazos de repago más cortos y aprobaciones y entregas del dinero más rápidas, las garantías prendarias se refieren mayoritariamente a préstamos a muy corto plazo y cuya entrega del dinero se realiza inmediatamente, mientras que las hipotecarias involucran mayores plazos y mayor tardanza en la aprobación y entrega del dinero.

Otro punto que es importante mencionar es el referente a la subvaluación de los préstamos. Es decir, para asegurarse el repago de sus préstamos, los prestamistas otorgan como crédito una suma inferior al valor de mercado de las garantías, de tal manera que los prestatarios se vean desincentivados a no pagar —ya que perderían más de lo que han recibido— o, en caso que no paguen, los prestamistas obtengan sus ganancias de la venta de dichas garantías. En otras palabras, lo que se está realizando es la subvaluación de las garantías, cuyo porcentaje varía en función del tipo de garantía presentada, su liquidez, su estado de conservación, su condición legal y otras características, siendo las más preferidas léase menos subvaluadas— las joyas y las primeras hipotecas.

Cuadro No. 5

GARANTIAS EXIGIDAS POR LOS PRESTAMISTAS INFORMALES

	Montos de Préstamo (en miles de intis)				
	Menor o igual a 10	11-20	21-49	50-99	Mayor o igual a 100
Participación Porcentual					
Artefactos Electro-					
mésticos	51	45	17	9	3
- Joyas	45	41	14	7	0
Automóviles	0	5	39	16	0
- Hipotecas	2	6	26	65	95
- Otros (Maquinarias)	2	3	4	2	3
Subvaluación*					
Artefactos Electro-					
mésticos	20-70	20-70	25-50		
- Joyas	20-85	30-85	35-75		
- Automóviles		10-50	25-60		
- Hipotecas				30-80	30-80

(*) Se refiere a la relación Monto del Préstamo / Valor de la Garantía (en %).

Fuente: Elaboración propia, en base a encuesta realizada por GRADE.

Es así que, por más que a primera vista pudiera pensarse que las exorbitantes tasas de interés cobradas por los **PI** podrían causar mayores omisiones, este mecanismo de subvaluación les permite, por el contrario, disminuir y prácticamente eliminar tal riesgo.

Finalmente, algunos prestamistas también tienden a exigir a los prestatarios la firma de letras o cheques a su favor como garantías extras, en los casos en los que las garantías no se presenten con sus respectivos documentos en regla y a nombre de los propios prestatarios. Estas letras y cheques pueden ser firmadas por los montos de los préstamos o inclusive firmadas en blanco, lo cual representa un tremendo riesgo para los prestatarios; sin embargo, los **PI** lo justifican diciendo que ellos también corren grandes riesgos al aceptar garantías sin facturas y documentos en regla, ya que podrían ser robados. Es decir, los prestamistas trasladan casi íntegramente el riesgo

que asumen a los prestatarios, con lo cual no hacen sino reforzar y asegurar aún más el repago de sus préstamos.

5. Conclusiones y Recomendaciones

Algunas de las principales conclusiones a las que se ha llegado en este trabajo son las siguientes:

1) El sistema financiero formal peruano se ha caracterizado por su comportamiento reprimido, con las consecuencias que ello implica ya descritas en la introducción. Los principales indicadores o variables instrumento estudiados que muestran tal hecho son: las tasas de interés máximas legales fuertemente negativas en términos reales, el pequeño coeficiente de monetización, la continua disminución del ahorro financiero en moneda nacional en términos reales y con respecto al PBI junto al crecimiento del correspondiente en moneda extranjera y el fenómeno de

dolarización, la significativa brecha ahorro-inversión, el insignificante coeficiente de interrelación financiera, la escasez de ahorros e inversiones, el racionamiento de crédito y el importantísimo volumen de autofinanciamiento empresarial.

2) Todo lo anterior aunado al funcionamiento característico de las instituciones financieras y su imposibilidad de cobrar mayores tasas de interés a los prestatarios más riesgosos determinó la aparición de muchos demandantes de crédito, así como de ofertantes de depósitos, insatisfechos, la mayoría de los cuales han tenido que recurrir al mercado informal de capitales.

3) Las tasas de interés cobradas en este mercado informal superan largamente las aplicadas en el sistema financiero. Esto tendería a mostrar la alta rentabilidad que estarían obteniendo los prestatarios que recurren a este mercado para cumplir con el repago de los préstamos.

4) El mercado informal de capitales no parece ser un mercado que funcione bajo las condiciones de un modelo de competencia perfecta. Esto es así por la existencia de información muy incompleta por parte de los prestatarios, lo cual causa que los prestamistas cuenten con un fuerte poder monopólico para decidir las tasas de interés a cobrar por sus préstamos.

5) Los prestamistas individuales cobran, en promedio, las tasas de interés más altas del mercado informal y que llegan a representar aproximadamente hasta 10 veces las del sistema financiero formal. Esta gran diferencia se explica, entre otras razones, por los mayores costos, la comisión por administración de los préstamos, la prima por riesgo y los beneficios monopólicos.

6) Estos prestamistas tienden a desarrollarse en períodos recesivos y a medida que las tasas de interés fijadas por las autoridades son altas, pero fuertemente negativas en términos reales.

Otras conclusiones más específicas, que se refieren exclusivamente al funcio-

namiento de esta modalidad de financiamiento informal, son las siguientes:

1) Mientras mayor es el monto del préstamo, el rango de variabilidad de la tasa de interés tiende a acortarse y sus valores máximos son menores, básicamente debido a las economías de escala que se presentan como a la improbabilidad de afrontar mayores tasas por parte de los prestatarios.

2) Muchos prestamistas suelen cobrar, además, una comisión, lo cual incrementa el costo efectivo del préstamo. Esto es así porque en muchas oportunidades los prestamistas trabajan con el dinero de otras personas a las cuales tienen que retribuirles una tasa de interés, por lo que la comisión es la ganancia de los primeros.

3) Con respecto a las garantías exigidas por los prestamistas para conceder créditos, existe una marcada diferencia según el monto solicitado sea pequeño o grande. Así, mientras para los primeros las garantías son prendarias, para los segundos son hipotecarias.

4) Estos prestamistas sí diferencian a los prestatarios y pueden asumir mayores riesgos, asegurándose en todo momento la obtención de ganancias. Esto es así debido a la aplicación de un mecanismo muy particular que consiste en subvaluar las garantías de los prestatarios a un nivel lo suficientemente grande como para, en caso de no pago, obtener por su venta el íntegro del principal más los intereses. Esto implica el perfecto conocimiento por parte de los prestamistas del mercado de compra-venta de los bienes dejados en garantía.

Para terminar, algunas de las más importantes recomendaciones planteadas son las siguientes:

1) Una medida fundamental a tomarse debe ser el establecimiento de tasas de interés reales menos negativas, sin llegar a un proceso de liberalización generalizada e inmediata. Esto permitiría captar un mayor volumen de fondos de tal manera que se incremente el ahorro interno y, por en-

de, la base prestable y se disminuya la brecha ahorro-inversión.

2) Otra medida debe ser el establecimiento de una efectiva banca personal, que otorgue montos de préstamos pequeños que lleguen a las personas individuales y a los pequeños empresarios. Esta banca debe buscar también la disminución de los requisitos exigidos para acceder al crédito, haciendo más eficiente la evaluación del riesgo por medio de la utilización de simples ratios financieros.

3) Deben, asimismo, implementarse los mecanismos necesarios que permitan a las instituciones financieras diversificar riesgos. Así, por ejemplo, deberían de establecerse diferentes tasas de interés según el riesgo que represente cada cliente, premiándose a la institución financiera con una mayor tasa cuando asuma un mayor riesgo (prima por riesgo). Esto, obviamente, debe ser materia de un estricto y severo control por parte de la Superintendencia de Banca y Seguros y del BCR, para evitar que las instituciones financieras efectúen evaluaciones de riesgo que favorezcan a sus grupos relacionados y perjudiquen a los demás.

4) Este posible mayor volumen de fondos captados no debe quedarse simplemente en eso, sino que, además, debe asegurarse que sea utilizado para incrementar el volumen de inversiones productivas, asegurando el crecimiento económico del país. Para lograr esto, debería eliminarse la tasa sobre el exceso de encaje que ofrece el BCR y, más bien, debería vigilarse y quizás castigarse a las instituciones financieras que mantengan un excedente de encaje en lugar de colocarlo en inversiones rentables, alcanzando a un mayor número de demandantes de crédito insatisfechos.

5) En lugar de buscar eliminar el mercado informal de capitales -suponiendo que pudiera realizarse—, debe fomentarse la competencia en su interior y con respecto al sistema financiero, como una manera de limitar sus altas tasas de interés. Esto último podría lograrse por medio de mayor información, así como de una fuerte campaña de promoción y difusión de las ventajas del sistema financiero, creando mayores hábitos bancarios, ya que muchos no acuden a las instituciones financieras por desconocimiento de sus ventajas.

6) La estabilidad de precios es importante para incrementar el ahorro doméstico, ya que en caso contrario se incentiva la especulación y el gasto en bienes principalmente durables. Es así que el incremento de las tasas de interés reales propuesto, debe ser realizado por medio de la disminución de la inflación y no simplemente incrementando las tasas nominales, ya que esto último podría incentivar una espiral inflacionaria.

7) El Estado debe evitar incurrir en considerables déficits, al igual que la mayoría de las empresas públicas, de tal manera que no requieran y, por ende —según su lógica seguida—, se apropien de gran parte de los recursos para hacer frente a tales problemas.

8) Finalmente, el papel del Estado, en este contexto, debe focalizarse en el establecimiento de las condiciones necesarias que promuevan un clima de confianza entre los agentes económicos, de tal manera que se alienten las inversiones productivas y los ahorros necesarios para su financiamiento.

NOTAS

- (1) Este mercado debe ser entendido como aquel constituido por todas aquellas transacciones financieras realizadas por personas o instituciones al margen del Sistema Financiero Formal (SFF), es decir, al margen del Sistema Bancario, de las Empresas Financieras, Mutuales, Cofide, Compañías de Seguros, Cooperativas, Fonaps, Caja de Crédito Municipal y el Mercado de Valores.
- (2) Además, como el presente documento sólo pretende estudiar la oferta de fondos, el primer sector -que forma parte de la demanda- queda al margen del mismo.
- (3) Debido a que el MIC se encuentra conformado por sectores muy heterogéneos -no todos los cuales son materia de estudio en este trabajo—, sería prácticamente imposible reconocer y explicar todas sus causas.
- (4) Se refiere al financiamiento con los recursos provenientes de la acumulación de excedentes de las propias empresas.
- (5) Tomado de Jaffee, D. y T. Russell (1976), p. 651.
- (6) Ver Stiglitz, J. y A. Weiss (1981) y Van Wijnbergen, S. (1983).
- (7) Esto debido en parte a sus propios intereses, pero también a la falta de información preciosa en el mercado, lo que no les permite distinguir, a priori, a los buenos clientes.
- (8) Debido a que los proyectos menos rentables no podrían repagar dichas tasas y, entonces, se incrementaría el atractivo relativo de los proyectos más riesgosos, los cuales podrían causar un menor monto total de retorno (desde el punto de vista de estas instituciones).
- (9) Ver Galbis.V. (1981).
- (10) Ver McKinnon, R. (1974) y Shaw, E. (1973).
- (11) Análisis efectuado por Fry, M. (1980).
- (12) Análisis tomado de Garrido Lecca, G. y G.O'Mara (1972b).
- (13) Ver Garrido Lecca, G. y G. O'Mara (1972a), p.9.
- (14) VerThorne, A. (1987).
- (15) Clasificación tomada de Susano, R. (1984).
- (16) Inflación correspondiente al mes de noviembre de 1986, período al cual se refieren las tasas de interés anteriores.
- (17) Las renovaciones son posibles siempre y cuando se paguen puntualmente los intereses mensuales.

BIBLIOGRAFIA

- BHATT, V.V. y Alan R. ROE (1979). "Capital Market Imperfections and Economic Development". En: *World Bank Staff Working Paper*, No. 338, julio.
- COBO DEL PRADO, Manuel (1986). *Mercado Formal de Capitales en el Perú. Instituciones e Instrumentos: Periodo 1979-1984*. Lima, CONASEV, febrero.
- DELLEPIANE, Luis (1985). *El Efecto Compensatorio del Mercado de Valores en un Contexto de Represión Financiera*. Tesina presentada para la obtención del Grado Académico de Bachiller en Economía, Universidad del Pacífico, Lima, Perú.
- FRY, Maxwell (1980). "Money and Capital or Financial Deepening in Economic Developments?". En: *Money and Monetary Policy in Less Development Countries: a Survey of Issues and Evidence*: Coats, W.L. y D.R., Khatkhate (editores). Inglaterra; Pergamon Press, Oxford, pp. 107-113.
- GALBIS, Vicente (1981). *Aspectos Teóricos de las Políticas de Tasa de Interés en Países en Desarrollo*. México; CEMLA.
- GARRIDO LECCA, Guillermo (1977). *La Represión Financiera en el Perú*. Lima; ESAN.
- GARRIDO LECCA, G. y Gerald O'MARA (1972a). *El Mercado Informal de Crédito en el Perú*. ESAN, Simposio sobre el Mercado de Capitales en el Perú, Lima, diciembre.
- (1972b). *Diagnóstico sobre la Eficiencia del Mercado de Capitales Peruanos*. ESAN, Simposio sobre el Mercado de Capitales en el Perú, Lima.
- JAFFEE, Dwight y Thomas RUSSELL (1976). "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing". En: *Quarterly Journal of Economics*, Vol. XC, No. 4, noviembre, pp. 651-666.
- McKINNON, Roña Id (1974). "Dinero y Capital en el Desarrollo Económico". Programa de Desarrollo de Mercados de Capital de la OEA y el CEMLA, México.
- McKINNON, Ronald y D. MATHIESON (1981). "How to Manage a Repressed Economy". En: *Princeton Essays in International Finance*, Working Paper No. 145, Princeton, Nueva York, pp. 1-25.
- SHAW, Edward (1973). *Financial Deepening in Economic Development*. Oxford University Press.
- STIGLITZ, Joseph E. y Andrew WEISS (1981). "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". En: *The American Economic Review*, No. 71, junio, pp. 393-410.
- SUSANO, Reynaldo (1984). "El Mercado Financiero Informal Peruano". En: *Ciencia Económica*, Vol. VI, No. 17, setiembre, pp. 75-96.
- THORNE, Alfredo (1988). *El Mercado Financiero No-Organizado en el Perú: Determinantes de la Oferta de Fondos Prestables: 1966-1986*, mimeo, GRADE, enero.
- (1987). "El Mercado Financiero Informal". En: *Debate*, Vol. IX, No. 44, mayo-junio, pp. 43-48.
- URRUNAGA, Roberto (1987). *La Represión Financiera y el Mercado Informal de Capitales: El Caso de los Prestamistas Individuales*. Trabajo de Investigación presentado para la obtención del Grado Académico de Bachiller en Economía, Universidad del Pacífico, Lima, Perú.
- VAN WIJNBERGEN, Sweder (1983). "Credit Policy, Inflation and Growth in a Financially Repressed Economy". En: *Journal of Development Economics*, North Holland, Vol. 13, pp. 45-65.