

UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

UNIDAD DE POSGRADO

Desarrollo del mercado de capitales en el Perú:

periodo 1985-2002

TESIS

para optar el grado académico de Magíster en Economía con Mención en
Política Económica

AUTOR

Jesus Coronel Salirrosas

Lima-Perú

2009

AGRADECIMIENTO

A DIOS, por su grandeza y protección permanente.

A MI FAMILIA, por el apoyo incondicional en este noble esfuerzo de ser mejor cada día.

A la UNIVERSIDAD NACIONAL DE TRUJILLO donde logré el Grado de Bachiller y el Título profesional, parte importante en mi formación personal y profesional.

A la UNIVERSIDAD NACIONAL DE CAJAMARCA, mi querido Centro de Trabajo, que me permite el sustento Económico y la posibilidad de cultivar el conocimiento y la reflexión; además por haberme dado la oportunidad de continuar estudiando.

A la UNIVERSIDAD NACIONAL MAYOR DE SAN MARCOS, por haberme acogido y permitirme acceder a un nuevo Grado Académico que constituye la consolidación de la madurez profesional.

A mis MAESTROS Y COLEGAS de quienes logré asumir sus conocimientos y valiosas experiencias.

INDICE

Presentación

Introducción

PRIMERA PARTE

	Página
PLANTEAMIENTO METODOLOGICO	
I. El Problema	09
1.1.- Formulación del problema	09
1.2.-Justificación e importancia de la investigación	12
II. Marco Teórico	13
III. Objetivos	23
3.1.- General	23
3.2.- Específicos	24
IV. Formulación de la Hipótesis de Trabajo	24
V. Diseño de Análisis	24
5.1.- Categorías de Análisis	24
5.2.- Determinación y Selección de Variables correspondientes a cada Categoría.	24
VI. Métodos y Técnicas Empleadas	25
6.1.- Método	25
6.2.- Procedimientos y tratamiento Estadístico.	26
6.3.- Técnicas e Instrumentos de recolección de Información	26

SEGUNDA PARTE

CAPITULO I: Mercado de Capitales, Política Económica y Crecimiento Económico.

1.1.- Mercado de Capitales como instrumento de política económica.	28
1.1.1.- Objetivos e instrumentos de Política Económica.	28
1.2.- Mercados Financieros y Mercado de Capitales.	33
1.3.- Posibilidades en el Perú, para desarrollar el Mercado de Capitales.	35
1.3.1.- La Política Económica y el mercado de capitales en el Perú y el mundo.	35

1.3.2.-	Institucionalidad del Mercado de Capitales Peruano	38
1.3.2.1.	La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)	38
1.3.2.2.	Sociedades Agentes de Bolsa (SABs)	38
1.3.2.3.	La Bolsa de Valores (BV)	39
1.3.2.4.	Empresas Emisoras	41
1.3.2.5.	Banco de Inversión	41
1.4.-	Instrumentos, Mecanismos y Políticas.	42
1.4.1.	Mercado de Valores en el Perú 1998.	42
1.4.2.	Elementos que Conforman el Contexto del Mercado de Capitales.	42
1.4.3.	Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores:	43
1.4.4.	Inversión de los Fondos de Pensiones: Límites y Perspectivas.	43
1.4.5.	Marco Referencial del Mercado de Capitales 1990-2002	44
1.5.	Desarrollo del Mercado de Capitales en el Perú: Posibilidades.	47
1.5.1.	Proceso de ahorro - Inversión y mejora en la asignación de fondos.	48
1.5.2.	Posibilidades de financiamiento a través de la emisión de valores.	48
1.5.3.	Incorporación de Nuevos Accionistas a las Sociedades.	49
1.6.-	Los Mercados de Capitales, estímulo al crecimiento Económico.	50

CAPITULO II: Análisis del efecto del crecimiento y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales sobre la actividad económica del país: periodo 1985-1990.

2.1.-	Aspectos Generales.	56
2.2.-	Análisis del Período 1985-1990.	58
2.2.1.-	Flujos Macroeconómicos 1985 – 1990	58
2.2.2.-	Evolución y Rendimiento de la Bolsa de Valores de Lima en el Período 1985 - 1990.	63

CAPITULO III: Análisis del efecto del crecimiento y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales sobre la actividad económica del país: periodo 1991-2002.

3.1.- Aspectos Generales.	66
3.2.- Rol del Estado: Las Reformas Estructurales	
66	
3.3.- Liberalización del Sistema Financiero	67
3.4.- Reforma del sistema de Pensiones	68
3.5.- Estabilidad Macroeconómica. Las Políticas Monetaria y Fiscal	68
3.6.- Proceso de Reincorporación a la Comunidad Financiera Internacional	69
3.7.- Análisis del Período 1991 – 2002	69
3.7.1.- Comportamiento de la actividad económica, indicadores macroeconómicos.	69
3.7.2.- Comportamiento del mercado de capitales, período 1991 – 2002	76
3.7.3.- Impacto de la política de liberalización en el mercado de capitales.	79
3.7.3.1.- Importancia Relativa del Mercado Primario	81
3.7.3.2.- Importancia Relativa del Mercado Secundario	82
Conclusiones	84
Recomendaciones	87
Bibliografía	88

PRESENTACION

El presente trabajo de Investigación (Tesis) se ha realizado para obtener el Grado Académico de Magister en Economía, según lo establecido en la Normatividad Universitaria, específicamente en la Unidad de Post Grado de la Facultad de Ciencias Económicas.

Uno de los medios e instrumentos fundamentales para el crecimiento y desarrollo económico de un país, constituye el MERCADO DE CAPITALES, esto es en todas las etapas y regímenes económicos y sociales de los países; sobre todo en las actuales circunstancias de internacionalización y de globalización financiera y económica.

El MERCADO NACIONAL DE CAPITALES DEL PERU; se viene desarrollando durante los últimos 20 años; pero con mayor intensidad a partir de los años noventa (1990-2002); debido a una serie de factores; dentro de ellos el proceso de liberalización de nuestra economía; y esto viene favoreciendo las posibilidades de inversión en nuestro País.

Estas son las razones de interés por abordar el tema, a fin de conocer el Desarrollo del Mercado de Capitales y su contribución al crecimiento de la actividad económica del Perú, en el período 1985-2002. Como una manera de Contribuir a motivar la discusión sobre el rol que cumple en el crecimiento y desarrollo de la Economía Nacional.

ABSTRACT

El Mercado de Capitales en el Perú, tiene su origen en 1860 con la creación de la Bolsa Mercantil de Lima, evolucionando desde una Cámara de Comercio donde se llevaba a cabo el intercambio de productos y se centralizaba el ingreso y salida de mercancías en los barcos del puerto del Callao; hasta transformarse en una Moderna Bolsa de Valores, con una legislación acorde (Decreto Legislativo 775) a partir de 1991 con lo cual se ha convertido en altamente competitiva a nivel Latinoamericano y Mundial. Se ha modernizado el sistema financiero, bancario, los inversionistas Institucionales (AFPs, Fondos Mutuos, etc.), facilidades de acceso a los flujos de capital internacional, la presencia de la Banca de Inversión, entre otros; ha facilitado para contar con un Mercado de Capitales en constante crecimiento y fortalecimiento de su institucionalidad y desempeño. El comportamiento del Mercado Nacional de Capitales tiene una relación directa con el rendimiento de la actividad económica; en el período 1985-90 existe un mercado nacional de capitales débil, poco dinámico, en concordancia con el comportamiento de la economía peruana, en cambio en el período 1991-2002 existe un mercado nacional de capitales, dinámico, en crecimiento, competitivo, en concordancia con un mejor comportamiento de la economía nacional.

The Market of Capitals in the Peru, has its origin in 1860 with the creation of the Mercantile Bag of Lima, evolving from a Chamber of Commerce where it was carried out the exchange of products and it was centralized the entrance and exit of goods in the ships of the port of the Callao; until becoming a Modern Stock exchange, with an in agreement legislation (I Decree Legislative 775) starting from 1991 with that which has become in highly competitive at Latin American and World level. The financial, bank system has been modernized, the Institutional investors (AFPs, Mutual Fund, etc.), access facilities to the flows of international capital, the presence of the Banking of Investment, among others; it has facilitated to have a Market of Capitals in constant growth and invigoration of their institucionalidad and acting performance. The behavior of the National Market of Capitals has a direct relationship with the yield of the economic activity; in the period 1985-90 a weak, not very dynamic national market of Capitals exists, in agreement the performance of the Peruvian economy, on the other hand in the period 1991-2002 a National Market of Capitals, dynamic, exists in growth, competitive, in agreement with a better performance of the national economy.

INTRODUCCION

El Presente estudio de investigación pretende abordar en forma inicial e introductoria el análisis sobre el Desarrollo del Mercado Nacional de Capitales en el Perú y su contribución en el crecimiento de la actividad económica en el período 1985-2002. Siendo el objetivo fundamental contribuir a la discusión sobre el rol que juega el Mercado de Capitales en el crecimiento y desarrollo económico del País.

Para cumplir con el objetivo central, el trabajo de investigación se ha estructurado de la manera siguiente:

La primera Parte, corresponde al Planteamiento Metodológico del trabajo de investigación, que nos sirve de marco principal en su desarrollo.

La segunda parte, contienen los resultados de la investigación dividido en tres capítulos:

- El Primer Capítulo, está referido al aspecto teórico - conceptual sobre el papel del mercado de capitales en el diseño y aplicación de Política Económica y el crecimiento económico de los países.
- El Segundo Capítulo, trata sobre el crecimiento y desarrollo del Mercado de Capitales en el Perú, y su contribución al crecimiento de la actividad económica, en el período 1985-1990.
- El Tercer Capítulo, trata sobre crecimiento y desarrollo del mercado nacional de capitales y su contribución al crecimiento de la actividad económica del país, en el período 1991-2002.

El estudio, al final establece las Conclusiones y Recomendaciones obtenidas de la Investigación; también se presentan las Referencias Bibliográficas.

PRIMERA PARTE

PLANTEAMIENTO METODOLOGICO

I. EL PROBLEMA

1.1. Formulación del problema

El desarrollo del mercado de capitales y el crecimiento económico (incremento del nivel de la actividad Económica) de un país, tienen una estrecha relación por todos reconocida, al margen de que si uno de ellos es precondition del otro, o si ambos avanzan en el mismo nivel.

“Contar con un Mercado de Capitales sólido y eficiente, constituye una preocupación constante de quienes tienen la responsabilidad de la conducción económica del país”⁽¹⁾.

El significativo crecimiento de la brecha ahorro-inversión, la crisis económica financiera internacional, la existencia de tasas reales negativas con el consiguiente subsidio al sistema financiero tradicional y la falta de políticas estables y coherentes a través de los distintos gobiernos, han conspirado contra el objetivo principal de desarrollar el mercado de capitales.

Otros factores que, sumados a los anteriores atentan también contra el objetivo principal, lo constituyen la estructura patrimonial cerrada de las empresas, los escasos mecanismos que protegen los derechos de los accionistas minoritarios, el tratamiento dispar que se da a los títulos de renta fija y variable, otorgándose a las primeras exoneraciones tributarias y gravándose los beneficios de los segundos con tasas impositivas.

De otro lado, las escasas oportunidades de inversión, la falta de difusión adecuada de alternativas de inversión y el desconocimiento por los inversionistas respecto de rendimientos de Mercado de Valores, han

¹ José Carlos Luque Otero: "El Mercado de Capitales como Instrumento de la Política Económica: Necesidades de Cambios. Su implementación Legal". Taller de Investigación. Separata-Pág. 2. – Enero 1987.

contribuido además a que se cuente con un Mercado primario casi inexistente y otro secundario, reducido e incipiente.

Considerándose que en el mediano plazo se acrecentará la falta de recursos financieros externos y que el mercado de valores o secundario constituye un instrumento fundamental para el desarrollo nacional, se ha hecho necesaria la implementación de una serie de medidas tendientes a la integración y complementación de las Normas Legales que regulan el Mercado de Dinero y el de Capitales, buscándose la generación de recursos de corto, mediano y largo plazo para canalizarlo a las empresas en forma equilibrada y racional.

El diseño de instrumentos y mecanismos propios del mercado de capitales, debe formar parte de la Política Económica. Debe establecerse un tratamiento global al Mercado de Capitales, en donde el uso conjunto de los instrumentos de Política Económica procure que la Inversión de Riesgo sea en lo posible la más rentable dentro del sistema y a la vez, su estabilidad permita que esta rentabilidad sea continua en el tiempo. (2).

También se plantea que la acción del Estado como emisor o regulador, sea coordinada y forme parte de esa política Económica Global de desarrollo de mercado de capitales. Además que la Política Monetaria haga uso de los instrumentos y mecanismos propios del Mercado de Valores, en el control y manejo de la liquidez.

Existe preocupación por fortalecer y alentar un mayor desarrollo del tema de Intermediación Financiera, procurando ampliar su ámbito de acción y profundizar su alcance funcional. Desarrollar Intermediarios Financieros especializados en Inversión de Riesgo, fomentando la Banca de Inversión.

Algunos analistas opinan que en los países en vías de desarrollo (PVDs) los Mercados de Capitales y en especial los Mercados de Valores son como los

²Enrique Solano Morales: "Los Instrumentos existentes y nuevas alternativas"-(XI Taller de Investigación sobre el mercado de Capitales como Instrumento de la Política Económica -Pág. 1-Enero 1987).

"Casinos", realidades que poco contribuyen al desarrollo económico. No obstante, la experiencia reciente indica lo contrario. (³)

Al crear Liquidez, los mercados de valores pueden influir en la actividad económica. En muchos casos, para hacer una inversión rentable es necesario comprometer capital a largo plazo, pero los inversionistas suelen resistirse a renunciar al control de sus ahorros por períodos prolongados.

La Liquidez del mercado bursátil reduce los riesgos y aumenta los atractivos de la inversión, pues permite adquirir un activo - las acciones - y venderlo rápidamente y sin gran gasto si se necesitan los ahorros o se desea modificar la cartera. Al mismo tiempo, las empresas pueden movilizar capital en cualquier momento emitiendo acciones. Al facilitar inversiones a más largo plazo y más rentables, estos mercados mejoran la asignación del capital y las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Además, al disminuir los riesgos y aumentar la rentabilidad de la inversión, la liquidez puede alentar nuevas inversiones.

Como anticipábamos hay varias opiniones, sobre el efecto de la liquidez en el crecimiento a largo plazo. Algunos analistas sostienen que los mercados con valores muy líquidos favorecen la miopía de los inversionistas: Si éstos no están satisfechos, pueden vender rápidamente sus acciones, lo que reduciría su compromiso y su interés en controlar las empresas mediante la supervisión de los gerentes y el seguimiento del desempeño y las perspectivas de las mismas. De acuerdo con este planteamiento, un aumento de la liquidez podría obstaculizar el crecimiento.

No obstante, las pruebas empíricas indican, convincentemente, que una mayor liquidez alienta el crecimiento económico, o al menos lo precede; este es el caso de las experiencias donde el crecimiento del PBI es más acelerado en las economías con mercados de valores líquidos: Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Israel, Japón, Taiwán, Inglaterra, Singapur, Argentina, Filipinas, India, Italia, Corea, Tailandia, Países Bajos.

³Ross Levine: "Los Mercados de Valores, estímulo al crecimiento económico"- Finanzas y Desarrollo-Marzo 1996. Reforma de los Sistemas Bancarios y Monetarios Pág. 7.

(⁴).

En nuestro país el Mercado de Valores comienza a desarrollarse a partir de 1981, tiene relativo auge durante los años 1985 - 87, sufre un estancamiento y a partir de 1992 vuelve a dinamizarse.

Asimismo, producto de la liberalización del Sistema Financiero en el Perú a partir de 1991, se puede observar que el desarrollo de los bancos privados tanto nacionales como de capital extranjero, es significativo; ofertando nuevos productos financieros y con tasas de interés competitivas. Lo cual nos da señales de que el Mercado de Capitales en General está en crecimiento y consolidación.

La estructura económica del país y la dinámica de las actividades económicas han sufrido grandes cambios en los últimos 10 años; en los iniciales se logró un proceso de estabilización, luego los años 1993 y 1994 se experimentó un alto crecimiento del PBI, para luego en el periodo 1995-2003 asistir a un proceso poco dinámico de la Economía.

Bajo estas condiciones y términos expresados, surge el siguiente problema:

¿Cuál es el nivel de Crecimiento y Desarrollo del Mercado de Capitales en el Perú y cuál es su contribución en el crecimiento de la actividad económica, en el período 1985-2002?

1.2. Justificación e importancia de la investigación

1.2.1 Justificación teórica

El presente trabajo de investigación trata de determinar cuál es el nivel de crecimiento y desarrollo del Mercado de Capitales en el Perú, en el periodo de 1985 – 2002; tratando de establecer cuál ha sido su contribución en el crecimiento de la actividad económica, en el mismo período. Consideramos que el presente trabajo, constituirá una base o punto de apoyo importante para profundizar en el tema y de esta manera enriquecer la discusión sobre

⁴ Ross Levine:

"Los Mercados de Valores, estímulo al crecimiento económico"- Finanzas y Desarrollo
- Marzo 1996. Reforma de los Sistemas Bancarios y Monetarios Pág. 7.

el papel del Mercado de Capitales en el crecimiento económico del país.

1.2.2 Justificación práctica

La investigación se justifica en la medida que el conocimiento del Mercado de Capitales permite que las empresas y las personas sepan que pueden contar con capitales de largo plazo, para financiar sus operaciones y para obtener utilidades atractivas.

1.2.3 Importancia de la investigación

La apertura financiera y el desarrollo del Mercado de Capitales, proporcionan mayor liquidez a los inversionistas y por lo tanto permite mayores recursos para la producción de bienes y servicios, ampliando la oferta global, aspecto fundamental en el crecimiento económico; motivo por el cual es importante llegar a determinar la contribución del Mercado de Capitales en el crecimiento de la actividad económica.

II. MARCO TEORICO.

Existen estudios de investigación relacionados con el Mercado Nacional de Capitales, sobre el Sistema Financiero Peruano, el papel de la Banca en los procesos de estabilización, el Mercado de Capitales y la Política Económica, la Concentración y Centralización de Capital en el Perú; sin embargo, su carácter es muy específico en temas de carácter legal, y de evolución del desempeño bursátil; son escasos los de carácter histórico, económico y analítico sobre el rol que juega en el crecimiento de la economía; sin embargo son útiles para la presente Investigación.

Considero que el material existente constituye una base muy valiosa para los fines y objetivos de lo que se pretende determinar en el presente trabajo. Aclarando que en esta oportunidad queremos definir cuál es el nivel de crecimiento y desarrollo del Mercado de Capitales y cuál es su contribución al crecimiento de la actividad económica en el Perú, durante el período 1985 - 2002; que constituye una nueva y original investigación respecto a las anteriores.

En cuanto a las limitaciones fueron varias: dificultades en el acceso directo a las fuentes de información, escasez de recursos económicos para la investigación, limitación en el tiempo disponible para efectos de profundización en el estudio. Sin embargo, es bueno reconocer de que existe bastante información dispersa. He procurado que dichas limitaciones no hayan afectado sustancialmente, los resultados de la presente investigación.

Es evidente que el crecimiento y desarrollo económico del país necesita de un Mercado Nacional de Capitales que por su dimensión, solidez y eficiencia; en un marco de interdependencia, haga factible, por un lado, la promoción del ahorro interno y su más conveniente utilización y, por otro lado, el financiamiento de nuevos proyectos de inversión y la expansión de los negocios de las empresas, ofreciendo una variedad de alternativas, a las más favorables tasas de retorno y de costos, respectivamente.

En el período 1985-90 se produjeron circunstancias desfavorables para un adecuado desenvolvimiento de las operaciones de crédito y las negociaciones de capitales, haciendo además sentir sus efectos a los ofertantes y demandantes de capitales, así como a los intermediarios financieros. Estamos hablando principalmente de la inflación que afectó dicho período.

El Mercado de Capitales, cumple una función de aliento y promoción del ahorro en sus diversas formas. En efecto, en una economía de mercado, la transacción de valores como actividad del mercado de capitales puede y debe ejercer una acción específica de atracción de recursos, a manera de vehículo idóneo para la colocación del ahorro financiero, esto es, de los ahorros de las diversas unidades superavitarias susceptibles de ser transferidas al sistema financiero. Las instituciones intermediarias, mediante una serie de formas técnicas, hacen posible la captación y canalización del ahorro voluntario, del ahorro contractual, del ahorro para finalidad específica, del ahorro obligatorio, etc.

La intermediación financiera resuelve todos los problemas relativos al riesgo del

crédito directo. En tal sentido, el sistema financiero complementariamente cumple una función aseguradora, al asumir el riesgo crediticio. ⁽⁵⁾.

El Mercado de Capitales cumple la función de asignación de recursos, dándole la orientación que más conviene en interés de la Economía Nacional. Así, entre las funciones del Mercado de Capitales, cumplidas por los intermediarios, cabe mencionar las siguientes. ⁽⁶⁾:

- a) Promoción del Ahorro;
- b) Asignación de recursos a las actividades económicas productivas.
- c) Provisión de capital de riesgo;
- d) Financiación de necesidades de recursos a largo plazo de las empresas; y
- e) Diversificación del accionariado y la garantía de liquidez.

Acerca de la eficiencia de los Mercados de Capitales, es común el reconocimiento de que el requisito previo básico para un financiamiento sano del desarrollo económico, es la confianza en la estabilidad política, social y monetaria del país. En ausencia de tales condiciones, es difícil movilizar el ahorro y contar con un mercado de capitales que funcione de manera ordenada y adecuada ⁽⁷⁾.

A nivel mundial; en el período de 10 años (1985-95), el valor total de los títulos cotizables en todos los mercados bursátiles del mundo subió de US \$ 4,7 billones a US \$ 15,2 billones, en tanto que la contribución de los mercados incipientes al valor total del capital emitido ascendió desde menos del 4% a casi un 13%. Las operaciones bursátiles registraron también un fuerte incremento en dichos mercados: el valor de las acciones intercambiadas pasó de menos de 3% del total mundial en 1985 al 17% en 1995. ⁽⁸⁾.

Los países podrían impulsar notablemente el crecimiento económico aumentando la

⁵ Joaquín Gonzáles: "Los mercados de Capitales y la captación del ahorro Interno" Documento N° 9 Pág.5-1984-

⁶ Francisco Ramos G.: "El Mercado de Capitales ante la Crisis Económica" Documento N° 11 Pág.7 Ambos son documentos del Seminario sobre Instrumentos financieros y mecanismos para la captación y movilización del ahorro interno en los mercados de capital, celebrado en la ciudad de Lima, .

⁷ Bosch-Kybal: "Análisis de los Mercados Latinoamericanos de Capitales" Ed. Cemla -México 1989-Pág.3

⁸ Ross Levine: "Los Mercados de Valores, estímulo al crecimiento económico" Finanzas y Desarrollo Marzo 1996. Reforma de los Sistemas Bancarios y Monetarios. Pág. 7.

liquidez de sus mercados de valores; que incluye romper con obstáculos de políticas, reglamentarios y jurídicos que impiden el desarrollo de los Mercados de Capitales. Es que la realidad empírica demuestra que la liquidez del Mercado de Capitales es un indicador del crecimiento económico a largo plazo, aún cuando se tengan en cuenta varios factores no financieros que influyen en él: La corrección de los efectos de la inflación, la política fiscal, la estabilidad política, la educación, la eficiencia del régimen jurídico, la política cambiaria y la apertura al comercio internacional.

Los sistemas jurídicos, normativos, contables, tributarios y de supervisión condicionan la liquidez de la Bolsa de Valores. La eficiencia de los sistemas de compraventa determina la facilidad y seguridad con que los inversionistas pueden comprar y vender sus acciones, y el entorno macroeconómico y político influyen en la liquidez.

El impacto de un instrumento de política económica que se tome, como en el caso de nuestro país; la liberalización de los flujos internacionales de capital, podría conllevar a la disminución de las restricciones a la afluencia de capitales o la reducción de obstáculos a los flujos transfronterizos de capital, puede influir en el funcionamiento de los Mercados Emergentes de dos maneras:

- Primero, fomentando su integración en los mercados mundiales de capital, y de esta manera, equiparando el precio de los títulos nacionales con los del resto del mundo;
- Segundo, forzando a las empresas nacionales que procuran atraer la inversión extranjera, a mejorar sus políticas de divulgación de información y sus sistemas de contabilidad. Además, la participación de nuevos inversionistas extranjeros en los mercados emergentes podría obligar a mejorar los sistemas comerciales y a modificar los regímenes jurídicos a fin de favorecer un aumento del comercio y la adopción de una mayor variedad de instrumentos financieros.

Desde 1990 se han producido cambios importantes en las formas de vinculación de los países de América Latina (AL) con los mercados internacionales de capital, lo que tiene especial relevancia para el caso del Perú. Estos cambios han significado una entrada masiva de capitales privados a AL (lo que ya venía sucediendo en el

sudeste asiático), revirtiendo los flujos negativos característicos de la década del ochenta. (⁹).

Estos cambios se reflejan en los siguientes aspectos:

- a) La entrada masiva de inversión extranjera directa (IED), ligada en buena parte a la privatización de empresas estatales;
- b) La entrada de capital extranjero como producto de la colocación de instrumentos financieros (bonos, ADRs - equities-) en los mercados internacionales por parte de gobiernos y empresas privadas de América Latina;
- c) La entrada de capitales de corto plazo a las Bolsas de Valores y los sistemas bancarios de América Latina, la cual forma parte de los llamados "Mercados Emergentes";
- d) En contrapartida, los préstamos de la banca privada se han reducido notablemente desde 1982, tendencia que se ha mantenido hasta la actualidad.

Para América Latina en particular, la entrada neta de capitales representó 5% del PBI en 1992 y 4% en 1993. Esta entrada de capitales, junto con la disminución en el pago de intereses de la deuda externa, significó una transferencia positiva de recursos (por primera vez desde la crisis de la deuda), la cual fue de 2,7% y 1,9 % del PBI regional en 1992 y 1993 respectivamente (Ver French Davis, Ricardo; Daniel Titelman y Andreas Uthoff; "International Competitiveness and the macroeconomics Of capital account opening" - UNCTAD Review, Nueva York/Ginebra, 1994). (¹⁰). En este proceso de transferencia de recursos financieros intervienen factores tanto internos como externos.

Entre los **factores externos** tenemos:

- La caída de las tasas de interés en los países industrializados con respecto a los de América Latina. (AL).

⁹ Humberto Campodónico: "América Latina y los Mercados de Capital"
Artículo - Revista Actualidad Económica del Perú N° 163 abril 1995-Pág.10.

¹⁰ Humberto Campodónico: "América Latina y los Mercados de Capital"
Artículo - Revista Actualidad Económica del Perú N° 163 abril 1995-Pág.10

- El ciclo económico recesivo internacional,
- La tendencia a la globalización de los mercados internacionales y la liberalización de los mercados domésticos financieros en los países industrializados.

Por el lado de los **factores internos** se tiene:

- La estabilidad de algunos indicadores macroeconómicos,
- Las reformas estructurales (apertura comercial, desregulación de los mercados cambiarios y financieros);
- Los procesos de privatización, así como la suscripción de una serie de convenios que otorgan garantías al capital extranjero.

De 1990 A 1993, el flujo neto de capitales privados a América Latina (AL) fue de US \$ 117,000 millones; la emisión de bonos internacionales fue la forma de captación más importante, llegando al 42,4%, le sigue la Inversión Extranjera Directa (IED) con el 38,4%, en tercer lugar está el capital accionario (equity), con el 12%, luego vienen los préstamos de la Banca Comercial con el 5,6% y finalmente los fondos con el 1,5%. ⁽¹¹⁾.

Es importante anotar que se han diversificado las fuentes de financiamiento, incluyéndose ahora fondos de pensiones, fondos mutuos y compañías de seguros. Con respecto a los prestatarios, debe notarse que, a diferencia de años anteriores, estos son privados en un 60%, mientras que en las décadas del setenta y del ochenta eran una clara minoría.

Uno de los efectos positivos de la entrada de capitales es que aumenta su disponibilidad, reduce su costo y permite una mejor toma de decisiones. Por el lado de los efectos negativos, tenemos la apreciación del tipo de cambio real y la consecuente reducción de competitividad, así como el incremento de los déficits de la balanza comercial y de la cuenta corriente.

Varios autores afirman que la entrada de capitales de corto plazo tiene un alto

¹¹ Humberto Campodónico: "América Latina y los Mercados de Capital " Art.-R. Actualidad Econ. del Perú N°163 Abril 95 Pág.11

componente especulativo de volatilidad, motivo por el cual es importante analizar si este flujo es sostenible en los próximos años. Esto es muy importante, debido a que todos recordamos que la abrupta interrupción de los flujos de capital de los setenta derivó en la crisis de la deuda externa de la década del ochenta.

Una de las principales preocupaciones radica en la evolución de las tasas de interés en los países industrializados. Según Business Week, con la recuperación económica en marcha "Se prevé que la intensa competencia por capital resultará en tasas de interés más altas y en el aumento de la volatilidad de los mercados cambiarios, puesto que la demanda por inversión excederá a la oferta global de excedentes de ahorro" (3/10/94.p.43).

La entrada de capitales debe complementar - y no reemplazar - el ahorro doméstico, puesto que éste es decisivo para alcanzar el nivel requerido de inversión y lograr la transformación productiva que permita el desarrollo del país. Aunque la cuestión central radica en saber si los flujos de capital se orientan al aumento de la inversión (y no al consumo), única manera de generar nuevos recursos que permitan financiar el flujo de capitales en el futuro.

La emisión de ADRs por parte del Banco Wiese, la creación de "holdings" como Credicorp y Southern Perú son indicios que las empresas peruanas carecen de capital suficiente como para potenciar su crecimiento futuro, y sobre todo hacerse competitivas a escala mundial. El hecho de que las empresas peruanas tengan que apuntar hacia mercados de capitales desarrollados, es simplemente una manera de que ahora más que nunca, se hace imprescindible el desarrollo de nuestro mercado de capitales lo más pronto posible.

La creación de las AFPs tuvo entre otros objetivos el desarrollo de este mercado, sin embargo, después de varios años es poco lo que se ha hecho al respecto, es decir, no están desarrollando el mercado de capitales peruano tal como deberían hacerlo, aunque tal vez ellas no sean las únicas responsables (¹²).

Otro aspecto que preocupa, se refiere a la actitud que todavía tienen muchos empresarios peruanos, quienes creen que podrían sobrevivir en el futuro,

¹² Edwin P. Navarro : "¿De qué Mercado de Capitales Peruano estamos hablando?"- Revista Moneda – BCRP – N° 88 – 89 – 1995
Lima - Perú

manteniendo sus empresas como entidades familiares cerradas. Lo que tienen que entender los empresarios, aparte de tener presente de que no es necesario poseer el cien por ciento del capital social para mantener el poder en sus empresas, es que tienen que alinearse de una vez por todas al proceso de globalización. Como personas que crean valor tienen que aceptar una realidad: Ser competitivos a nivel mundial implica contar con técnicas y procesos productivos altamente eficientes que, por lo general, son intensivos en capital, y si no cuentan con dinero suficiente, es poco lo que pueden hacer para potenciar su productividad y por lo tanto su competitividad.

En la actualidad, debido a la globalización de los mercados financieros por todo el mundo, las entidades de cualquier país que buscan conseguir fondos no necesitan limitarse a sus mercados financieros domésticos. Ni tampoco los inversionistas de un país se limitan a los activos financieros emitidos en sus mercados domésticos.

Los factores que llevan a la integración de los mercados financieros son: ⁽¹³⁾

- ◆ Desreglamentación o liberalización de los mercados y de la actividad de los participantes en el Mercado en los principales centros financieros del mundo,
- ◆ Avances tecnológicos para monitorear los mercados mundiales, ejecutar ordenes y analizar las oportunidades financieras; y
- ◆ La institucionalización cada vez mayor de los mercados financieros.

Los avances tecnológicos han aumentado la integración y la eficiencia del Mercado Financiero Global. Además el cambio ocurrido en el control de los mercados financieros, de los inversionistas detallistas por los inversionistas institucionales, se le conoce como la INSTITUCIONALIZACION de los Mercados de Capitales.

Con el fin de fomentar la competencia en el Mercado Financiero, se puede destacar como frentes sobre los que deberían incidir las diversas medidas al respecto: ⁽¹⁴⁾

- ◆ La desregulación, o el incremento de libertad y la eliminación o reducción de las reglas o las normas restrictivas en la actividad financiera;

¹³ Frank J. Fabozzi / Franco Modigliani / : "Mercados e Instituciones Financieras" 1^{ra} Edición Prentice - Hispanoamericana S.A. – Michael G. Ferri México 1996 – Págs. P – 10

¹⁴ Ross Levine : Ob. Cit. (8) Pág. 434

- ◆ La desintermediación, o la pérdida del papel principal de las entidades bancarias en las operaciones financieras tradicionales, que es consecuencia del fenómeno anterior, al aparecer nuevos intermediarios financieros y al contactar directamente en los mercados los oferentes y demandantes de fondos mediante la colocación directa en aquellos, de los títulos emitidos por estos; y
- ◆ La innovación financiera tanto por el desarrollo de nuevos instrumentos como por la introducción de nuevos procesos técnicos que mejoran y facilitan su aparición, incrementan la calidad del servicio y reducen los costes de transacción.

El financiamiento de las empresas peruanas, viene, por una abrumadora mayoría de crédito del Sistema Financiero y de leasing, y el restante de deuda del Mercado de Valores (aproximadamente un 5%). Gran parte de los bonos del mercado primario son mas bien de instituciones financieras. En 1992 y 1993 ha habido emisiones de acciones ⁽¹⁵⁾.

Se puede concluir que del dinámico crecimiento que va experimentando el Mercado de Valores Peruano, que tiene un gran potencial de introducción de nuevos instrumentos, en especial de mediano y largo plazo, de los que se percibe una gran necesidad y urgencia, sobre todo si se analiza la composición de las carteras de los fondos de pensiones.

El éxito o fracaso de cualquier inversión no puede separarse de la evolución del entorno económico y financiero de la empresa (Nacional e Internacional). La dinámica de los sistemas financieros en los últimos años se ha caracterizado por una serie de factores que sin duda hacen imprescindible una administración de riesgos que se adapte permanentemente al proceso de cambio financiero.

Si se pretendiera sintetizar en una sola característica el comportamiento del Sistema Financiero internacional, sería sin duda alguna, la incesante transformación que éste ha registrado. Durante las dos últimas décadas los Mercados Financieros Nacionales e Internacionales han experimentado profundos cambios. Una adecuada administración de riesgos viene justificada por la identificación de las volatilidades en el comportamiento de los Mercados Financieros en las décadas señaladas e inducidos específicamente

por factores que fundamentan sus procesos de transformación, entre los cuales se puede mencionar (¹⁶):

- a) La internacionalización financiera.
- b) La desintermediación.
- c) La moderna tecnología y su influencia en el desarrollo de las comunicaciones entre mercados.
- d) Las reformas estructurales de la Bolsa.
- e) La volatilidad de los tipos de cambio y de las tasas de interés
- f) La liberación de los Sistemas Financieros.

Una de las principales funciones del Mercado de Capitales es contribuir a la mejora de la calidad del ahorro al asignar los recursos a los proyectos que presenten mayores expectativas de rentabilidad. Ello es muy importante para nuestro país, en donde el ahorro interno es insuficiente para atender los requerimientos de inversión que faciliten su desarrollo.

La canalización del ahorro a la inversión a través del Mercado de Capitales, contribuye a la mejora de la calidad del ahorro, de ahí la necesidad de reforzar la acción de los intermediarios financieros tanto Banca tradicional como Banca de Inversión.

Las posibilidades para desarrollar el Mercado de Capitales en el Perú, están marcadas por las reformas significativas ocurridas en los últimos 15 años. Conjuntamente con el nuevo Marco Legal, la Política Económica da un tratamiento global al capital de riesgo, que si bien precisa de ajustes, otorga al Sector Empresarial un marco que le permitirá proyectarse a futuro. Estas posibilidades están concentradas en 3 grandes elementos y procesos (¹⁷):

- a) Proceso de ahorro – inversión y mejora en la asignación de fondos, el ahorro nacional se encuentra concentrado en las empresas y familias de mayores

¹⁵ Hugo Lavado Montes / María Victoria Castillo : “Nuevos Instrumentos Financieros para el Mercado de Valores Peruano”. Convenio USAID – Gobierno Peruano Proyecto de análisis, planeamiento y ejecución de políticas (PAPI) – Lima abril de 1994 –págs. 55 -56

¹⁶ Jorge L. Pastor Paredes : “La Innovación Financiera en el Perú : Futuros y opciones en Instrumentos Financieros “. 1ra Edición. Ernesto de La Cruz Milián – Lima – Perú 1995 – págs. 22 – 23

¹⁷ Solano Morales, Enrique : “Posibilidades para desarrollar el Mercado de Capitales”. Art. de la Revista Moneda del BCRP– año V – 1993 – Nº 67 pág.43

recursos, el gobierno y la mayor parte de las familias no ahorran dado que su nivel de ingresos se lo impide.

Debemos realizar esfuerzos en el aumento y mejora del ahorro interno, procurando que ello lleve al crecimiento del producto y a una mejor distribución del ingreso, de tal manera que las posibilidades de ahorro se extiendan a todos.

- b) Posibilidades de financiamiento a través de la emisión de valores; la presencia de inversionistas institucionales: las AFPs, Fondos Mutuos y Cías de Seguros, facilitarán el encuentro de oferentes y demandantes de productos financieros en el Mercado de Capitales a precios (tasas de interés) competitivos.
- c) Incorporación de nuevos accionistas a las sociedades; la emisión de acciones como fuente de financiamiento incorpora nuevos socios a las empresas. Por años se discute el carácter familiar y cerrado de las empresas peruanas, ya que los empresarios peruanos son reacios a la apertura del capital de sus empresas. La difusión del accionariado, sea este a través de inversionistas institucionales que representen fondos de diversos sectores sociales o en forma individual, contribuye al proceso de modernización social y económica, y a un manejo empresarial más eficiente, con los beneficios que ello conlleva al crecimiento de la actividad económica del país.

Al albergar la Bolsa la participación de distintos tipos de agentes económicos, su comportamiento va a reflejar las percepciones y expectativas que estos agentes tienen sobre el Mercado. En este sentido, se arguye que la Bolsa es un fenómeno social donde están presentes las emociones, pues se dan momentos de euforia por las alzas y también de pánico por las caídas. En realidad las reacciones y decisiones de los participantes se gobiernan por la distinta información que fluye al Mercado, la que se procesa mediante distintas técnicas o métodos, a fin de interpretar sus efectos.

La información no sólo es económica sino también política. Existe una fuerte sintonía entre lo que ocurre en un país y su economía, y lo que acontece en el comportamiento de la Bolsa. Se afirma que la Bolsa es una suerte de termómetro económico.

La evolución de la economía de un país se manifiesta a través de los grandes agregados, como son el crecimiento del PBI, la cantidad de dinero disponible, los déficit o superávit en la balanza de pagos y en las cuentas fiscales. Una buena situación

económica se refleja en un buen comportamiento de la Bolsa en su conjunto ⁽¹⁸⁾.

III.- OBJETIVOS.

3.1. General.

Determinar cuál es el nivel de crecimiento y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales, durante el periodo 1985-2002; y su contribución al crecimiento de la actividad económica del Perú, en el mismo período.

3.2. Específicos.

- A. Definir la relación existente entre Mercado de Capitales, Política Económica y Crecimiento Económico.
- B. Determinar el nivel de crecimiento y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales durante el periodo 1985-2002 en el país.
- C. Determinar la contribución del accionar del Mercado Nacional de capitales, al crecimiento de la actividad económica del país, en el período 1985-2002.

IV.- FORMULACION DE LA HIPOTESIS DE TRABAJO:

El crecimiento y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales durante el periodo 1985 – 2002, ha logrado un desempeño eficiente y ha contribuido a un incremento sostenido en el nivel de la actividad económica del Perú

V.- DISEÑO DE ANALISIS

5.1.- Categorías de Análisis.

- a) Crecimiento y Desarrollo del Mercado Nacional de Capitales.
- b) Nivel de la actividad Económica del Perú.

5.2.- Determinación y Selección de Variables correspondientes a cada categoría.

Variable Independiente (V.I.) :

Crecimiento y Desarrollo del Mercado Nacional de Capitales.

¹⁸ Rolando Castellares Aguilar

: "El ABC del Mercado de Capitales" Centro de Estudios de Mercado de Capitales y

Sub - Variables e Indicadores:

- Mercado Monetario
- Mercado Financiero
- Spread Bancario y Financiero
- Liquidez Bancaria y Financiera
- Oferta y Demanda Monetaria
- Oferta y demanda financiera
- Mercado de Valores
- Oferta pública de Valores
- Mercado Primario y Secundario de Valores.
- Bolsa de valores de Lima
- El mercado Extrabursátil
- Índices bursátiles
- Fondos Mutuos de Inversiones
- Las acciones; cédulas Hipotecarias, bonos, CD.
- Tasa de Interés
- La Inflación
- Rentabilidad bursátil y movilidad
- Índice de Lucratividad
- Valorización de Acciones

Variable Dependiente (V.D.):

Crecimiento de la Actividad Económica del Perú.

Sub - Variables e Indicadores:

- Ahorro Interno
- Inversión total
- Importación de bienes y servicios
- Demanda Interna
- Producto Bruto Interno (PBI)
- Formación Bruta de Capital Fijo
- PBI per cápita
- Inflación y devaluación
- Balanza en Cuenta Corriente
- Precios

- Remuneraciones

VI.- METODOS Y TECNICAS EMPLEADAS.

6.1. Método

Se tiene que combinar varios métodos en el presente trabajo de investigación, a fin de lograr el cumplimiento de los Objetivos y la contrastación de la Hipótesis. Se hace necesario el Método Histórico para poder hacer una breve referencia histórica del Desarrollo del Mercado de Capitales Peruano durante el periodo 1985 -2002, así como el comportamiento de la actividad económica en el mismo período. De igual forma los métodos Analítico - Sintético y el Deductivo - Inductivo; es decir, el tratamiento de las teorías y variables, de lo general a lo particular y viceversa; trataremos el Mercado Nacional de Capitales desde una perspectiva Global, para llegar a cuestiones específicas y concretas, tratando de generalizar nuevamente; este mismo proceso se aplicará con el desempeño de la actividad económica.

6.2. Procedimientos y Tratamiento Estadístico.

- Las Fuentes de información: Revistas, periódicos, CONASEV, SBS, BVL, BCRP, MEF, INEI, entre otros; constituyen fuentes secundarias.
- Se ha recurrido también a material bibliográfico de carácter teórico, sobre Desarrollo de Mercado de Capitales y desempeño de la actividad económica a nivel General y a nivel del Perú.

Para la presente investigación, toda información estadística se encuentra ordenada según los organismos competentes que tienen que ver con el Mercado Nacional de Capitales y con el desempeño de la actividad económica del país: CONASEV, SBS, BCRP, MEF, INEI, entre otros; que se constituyen en fuente de información a través de sus publicaciones especializadas (boletines, informativos, memorias, etc.) Solamente corresponde realizar la sistematización para que sirva a los objetivos de la presente Investigación.

6.3. Técnicas e instrumentos de recolección de Información.

- Recolección de fuentes secundarias, de publicaciones especializadas institucionales; se hizo un seguimiento a través de series estadísticas históricas del comportamiento del Mercado de Capitales y desempeño de la actividad económica.

- Observación Directa en las operaciones de la Bolsa de Valores de Lima.

- El análisis se va a realizar a partir de los flujos macroeconómicos (ahorro-inversión, balanza de pagos, sector público no financiero, demanda y oferta global) y sectoriales para de esta manera ir identificando como las políticas económicas, en los períodos de análisis, fueron influidas por el desarrollo del mercado de capitales.

- Los períodos para el análisis serán los siguientes:
 - Período 1985-1990
 - Período 1991-2002

SEGUNDA PARTE
CAPITULO I:
MERCADO DE CAPITALES, POLITICA ECONOMICA Y
CRECIMIENTO ECONOMICO

1.1.- Mercado de Capitales como Instrumento de Política Económica.

1.1.1. Objetivos e Instrumentos de Política Económica.

A.- Objetivos de Política Económica Coyuntural (¹)

- a) Estabilidad de precios; consiste en mantener dentro de un límite razonable o tolerable la tasa de aumento de un índice global de precios, Índice de Precios al Consumidor. Esto genera estabilidad económica y posibilidades de planificar en el mediano plazo.
- b) Pleno Empleo; Junto con la estabilidad de precios, constituyen los pilares para la estabilidad económica. Obedece a una concepción Keynesiana según la cual, a corto plazo el nivel de la renta y por lo tanto del empleo dependen del nivel de la Demanda global.
- c) Equilibrio de la Balanza de Pagos; a corto plazo pueden producirse desajustes transitorios que dan lugar a un aumento o a una reducción de las reservas de divisas, a una apreciación o depreciación de tipo de cambio, según el sistema de paridades que se adopte. Se deben tratar de eliminar estos desajustes.

B.- Instrumentos de la Política Económica Coyuntural estabilizadora:

- a) Política Monetaria y Política Fiscal, constituyen los dos instrumentos principales de regulación y control de la demanda agregada. Consiste en administrar adecuadamente la oferta monetaria, los tipos de interés del crédito, tipo de cambio, con el fin de incidir o influir en determinados

resultados de la actividad económica (nivel de renta, de empleo, del saldo de la balanza de pagos y de los precios).

- b) Política fiscal; conjunto de decisiones que afectan al nivel o a la composición de los gastos públicos, así como al peso, estructura o frecuencia de los pagos impositivos.
- c) Políticas de rentas; dentro de los “controles directos”, implica intervención especial del gobierno; fundamentalmente sobre los salarios.
- d) Controles directos consiste en un conjunto de medidas variadas y dispersas que tienen como denominador común un grado apreciable de intervención del gobierno.

C.- Objetivos de política económica de carácter estructural: Reformas estructurales (Mediano y largo plazo). (2)

- a) Política de reforma del mercado de trabajo:
 - Modificaciones en los elementos institucionales y normativos del mercado de trabajo.
 - Política activa del mercado de trabajo.
- b) Política de reforma del sector público: que resulta un tema problemático, choca con intereses contrapuestos, por un lado los que defienden un estado benefactor, que debe contribuir con la mejora en la distribución de la renta mediante el manejo de los ingresos y de los gastos públicos; por otro, los autores liberales, preocupados más por la función que se asigna ponen énfasis en la eficiencia en la labor del sector público, preocupándose en menor medida el logro de una mejora en la distribución de la renta.
- c) La política de reforma del sistema financiero. Está formado

¹ Fernández Díaz, Andrés y Otros : “Política Económica”1ª Edición en español. 1995 – Mc Graw Hill Interamericana de España S.A. – España págs. 129, 131 y 135

² Fernández Díaz, Andrés y Otros : Ob. Cit. (1) Págs. 413 , 421.

por el conjunto de instituciones, medios y mercados, cuyo fin primordial es canalizar el ahorro que generan las unidades de gasto con superávit o prestamistas, hacia los prestatarios o unidades de gasto con déficit. Cuanto mejor se lleva a cabo este proceso, más adecuadamente sin duda, cumplirá su papel un sistema financiero. Por tanto, una primera función básica de cualquier sistema financiero consistirá en garantizar una eficaz asignación de los recursos financieros que precise, tanto en cuantía, como en naturaleza, plazos y costes.

d) Otra función básica de un sistema financiero, es contribuir al logro de la estabilidad monetaria y financiera.

Por lo tanto, toda política de reforma de un sistema financiero deberá dirigirse a hacer que dicho sistema sea más eficaz en el logro de los tres objetivos:

- Estabilidad monetaria y financiera.
- Eficacia en la asignación de los recursos financieros.
- Fomento del ahorro y la inversión productiva

Para esto, debe aumentar su transparencia, fluidez, elasticidad, profundidad, amplitud, flexibilidad y libertad; características que en conjunto permitirán una aproximación adecuada al concepto de un sistema financiero.

Los factores que contribuyen a incrementar la competencia en el sector financiero: ⁽³⁾

- La desregulación, o el incremento de libertad y la eliminación o reducción de las reglas o normas restrictivas en la actividad financiera.
- La desintermediación, o la pérdida del papel principal de las entidades bancarias en las operaciones financieras

³ Sachs – Larraín : "Macroeconomía : En la Economía Global". 1^{ra} Edición.-Edit. Préntice Hall Hispanoamericana S.A. México.

tradicionales, que es consecuencia de la desregulación.

- La innovación financiera, tanto por el desarrollo de nuevos instrumentos, como por la introducción de nuevos procesos técnicos que mejoran y facilitan su participación, incrementan la calidad de los servicios y reducen los costes de transformación.

La DESREGULACION del sistema Financiero, en primer lugar, debe desarrollarse en seis direcciones principales:

- La liberalización de los tipos de interés bancario.
- La liberalización de los precios de los servicios financieros.
- La eliminación de los coeficientes de inversión obligatoria y de los límites cuantitativos al crecimiento del crédito.
- La apertura de los mercados financieros internos.
- La apertura a la competencia exterior.
- La liberalización de los movimientos internacionales de capitales.

Los efectos y riesgos de la liberalización financiera hacen necesaria la intervención y ciertos controles de las autoridades.

La Política financiera liberalizadora trae efectos positivos, derivados, del aumento de la libertad operativa y la competencia, también tiene sus riesgos como: el aumento de la fragilidad financiera que trae el peligro de provocar crisis financieras, con consecuencias negativas para las economías nacional y mundial.

Riesgos que la propia política financiera debe tratar de evitar, estableciendo para ello las oportunas regulaciones, justificadas tanto por razones micro como macro económicas:

- Desde la perspectiva microeconómica, su condición de tomadores de recursos financieros en general, confieren a las instituciones financieras cierta singularidad, y por tanto plantean la necesidad de una vigilancia por parte de las autoridades, para garantizar la seguridad de dichos recursos, sobre todo en épocas de crisis económicas.
- Desde un punto de vista macroeconómico, estos intermediarios desempeñan un papel central de intermediación en el mantenimiento de la actividad económica: la existencia de un sistema financiero, de un mercado Nacional de Capitales y de un Sistema Bancario sanos, es esencial para el crecimiento y desarrollo de las economías nacionales e internacional.

e) La política de la competencia: ⁽⁴⁾

Como consecuencia de las deficiencias observadas de la regulación, las políticas económicas de algunos países han desplazado su centro de interés hacia la mejora de las condiciones de eficiencia económica y de competitividad en los mercados. Se trata de promover economías más flexibles y mejor dotadas para hacer frente a los problemas económicos, permitiendo además una mayor capacidad de crecimiento a través de un uso más eficiente de los recursos productivos.

Destacan tres objetivos principales de la política de la competencia:

- El fomento del poder económico privado, la protección de la libertad y de los derechos individuales.
- Proteger la libertad económica de los competidores del mercado.
- Asegurar el bienestar del consumidor a través de la eficiencia distributiva y productiva.

⁴ Fernández Díaz, Andrés y Otros : Ob. Cit. (2) Págs. 437 – 442

1.2.- Mercados Financieros y Mercado de Capitales

Un Mercado financiero es donde se intercambian activos financieros. Los mercados Financieros proporcionan tres funciones económicas principales (⁵):

- a) La primera, es que la interacción de compradores y vendedores en un Mercado Financiero determina el precio del activo comercializado, también en forma equivalente determina el rendimiento requerido por un activo financiero. Se le llama PROCESO DE FIJACION DEL PRECIO.
- b) La segunda, es que los mercados financieros proporcionan un mecanismo para que el inversionista venda un activo financiero. Por eso se dice que un Mercado Financiero PROPORCIONA LIQUIDEZ.
- c) La tercera función económica de un Mercado Financiero es que reduce el costo de las transacciones. Hay 2 costos asociados en las transacciones: los costos de Búsqueda y los costos de Información.

Los factores que llevan a la integración de los Mercados Financieros son:

- Desreglamentación o liberalización de los Mercados y de las actividades de los participantes en los mercados en los principales centros financieros del mundo.
- Avances tecnológicos para monitorear los mercados Mundiales, ejecutar órdenes y analizar las oportunidades financieras.
- La institucionalización cada vez mayor de los Mercados Financieros.

Los Mercados de Capital son los canales a través de los cuales fluye el capital a las empresas para financiar la inversión: la compra de nuevo capital. Los protagonistas en los Mercados de Capital son las familias, las empresas y los intermediarios financieros, también los gobiernos y los extranjeros. Los intermediarios financieros son instituciones cuya principal actividad es aceptar depósitos, otorgar préstamos y comprar valores.

Los componentes principales del Mercado de Capitales son:

⁵ Frank J. Fabozzi / Franco Modigliani / : "Mercados e Instituciones Financieras" 1ª Edición 1996 Prentice Hall - Hispanoamericana Michael G. Ferri S.A. México Pág. 8

- El Mercado de Valores, donde se negocia el Capital en acciones de las Empresas.
- El Mercado de bonos, donde se negocian los bonos emitidos por las empresas.
- El Mercado de préstamos, en el que familias y empresas prestan y piden prestado de corto, mediano y largo plazo.

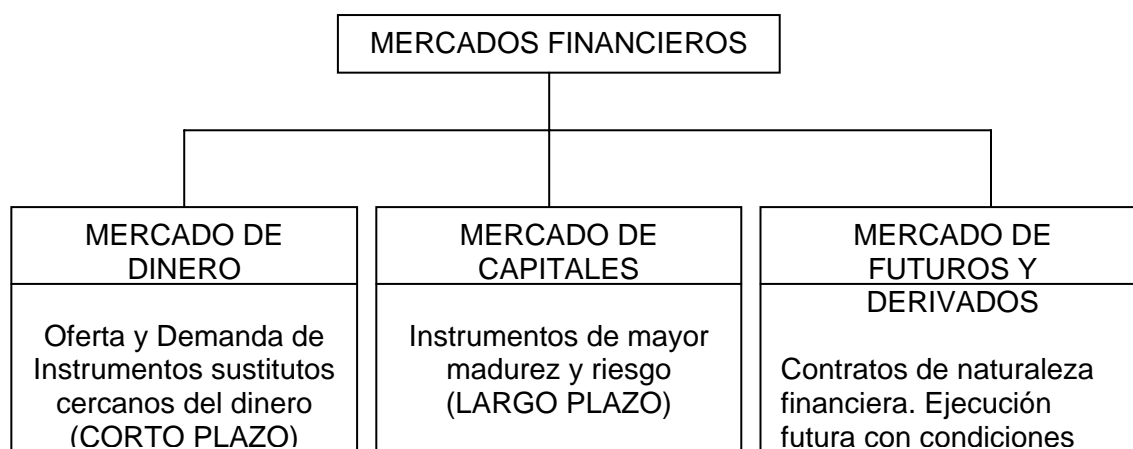
La inversión se lleva a cabo como resultado de:

- La compra directa y el financiamiento de capital por parte de las familias, con recursos propios y con préstamos de los intermediarios financieros.
- La compra de capital y su financiamiento por parte de las empresas, mediante la venta de acciones y bonos a las familias.
- La compra y financiamiento de capital por parte de las empresas con préstamos de intermediarios financieros que a su vez piden prestado a las familias.

La demanda de Capital, como la demanda de cualquier otro factor de producción, surge de las elecciones de maximización de beneficios de la empresa.

Según el Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero, en el Perú, dirigido por Rolando Castellares Aguilar y otros profesionales; en su libro El ABC del Mercado de Capitales dicen: “Los Mercados Financieros comprenden el Mercado de Dinero, el Mercado de Capitales y los Mercado de Futuros y Derivados”, estableciendo la siguiente gráfica.

GRAFICA N°01: ESTRUCTURA DE LOS MERCADOS FINANCIEROS



1.3. Posibilidades en el Perú, para desarrollar el mercado de capitales.

1.3.1. La Política Económica y el mercado de capitales en el Perú y el mundo.

La influencia de la política económica en los mercados financieros a nivel mundial, se ha dado en forma directa, pero no de manera explícita, a través de repercusiones generadas por las variaciones de las tasas de interés, niveles de encaje y tipos de cambio sobre el desempeño de los agentes económicos; al responder éstos negativamente (Periodo 1980-90) o positivamente (1991-2002), cuando la política cambiaria tuvo un cariz devaluatorio y estuvo acompañada de una inflación ligada a ella, se hizo más rentable la tenencia (o se propició la fuga) de moneda extranjera, que la tenencia de activos financieros expresados en moneda nacional, entonces, los inversionistas bursátiles se alejaron. Luego cuando varió la política económica, el proceso de desdolarización tuvo como respuesta de los agentes económicos un acercamiento, a través de una mayor inversión en Bolsa, pero no de manera explícita; pues las políticas mencionadas, tanto de la dolarización como la de desdolarización, no fueron pensadas ni formuladas para el mercado de valores sino para la economía en su conjunto. Es más, en el mercado de valores salvo algunas leyes o dispositivos específicos para su renovación, no han sido prácticamente considerados por los gestores de las sucesivas políticas económicas en el Perú a través de los tiempos; no hay ni hubo una política explícita hacia el mercado de valores⁽⁶⁾.

La política económica incide directamente sobre el mercado de valores a través de la influencia que las medidas de política económica tienen a su vez sobre las empresas. Esta es la explicación de porqué continúa el auge bursátil desde julio del 90, salvo algunos altibajos originados por los fenómenos que sucedieron en otros países y que tuvieron incidencia en el nuestro.

El mercado de capitales puede contribuir al logro de los grandes objetivos de la política económica; por ejemplo en políticas de activación. Se requiere activar los recursos ociosos como mano de obra y capital no usados para generar producto. Estos no se utilizan porque no hay demanda o porque falta algún otro factor cooperante, como por ejemplo las divisas para pagar algún insumo importado.

Un buen ejemplo de cómo el mercado de capitales podría contribuir a una óptima política de asignación de recursos, es a través del impulso masivo de la oferta pública, ofreciendo a los inversionistas los bonos y acciones cuyo requisito de aprobación por la CONASEV esté dado en función de los objetivos de mediano plazo de los planes nacionales de desarrollo. Si en estos lo prioritario es la generación de divisas o la generación de empleo, o ambos, la CONASEV debería aprobar las solicitudes de oferta pública de empresas que generen un porcentaje determinado de dividendos o de puestos de trabajo, evitando con ello la orientación de recursos escasos hacia empresas de sectores no prioritarios.

En políticas de distribución de ingresos, el rol del mercado de capitales es cambiar al patrón de tenencia de activos, en forma voluntaria o impulsiva. Los mecanismos para mejorar la distribución de ingresos pueden contribuir a distribuir en forma distinta los ingresos laborales o los ingresos de capital o los de ambos. En el primer caso, se puede cambiar los salarios o alternativamente los precios de aquello que compran los asalariados. La tenencia de activos se puede lograr cambiando el poder adquisitivo del ingreso de los pobres⁽⁷⁾.

En este campo hay dos ejemplos históricos importantes: uno en el Perú, con el caso de las acciones laborales que en su oportunidad se emitieron y otro más reciente con los paquetes de acciones ofertados por diversas empresas; el otro ejemplo es el de Corea del Sur, en el que a través del

⁶ Muñoz Gomá, Oscar: "Estrategias de Desarrollo en Economías Emergentes" – CIEPLAN – Corporación de Investigaciones Económicas para América Latina S.D. N°21 – mayo 2000 – Chile – pág. 106

⁷ Muñoz Gomá, Oscar: Ob.Cit. pág 116

uso intensivo del mercado de capitales como instrumento de un fuerte desarrollo industrial, se convirtió en accionistas a un millón de personas en menos de una década⁽⁸⁾.

La experiencia Sur Coreana constituye un importante ejemplo de cómo un mercado de capitales puede desempeñar un papel clave en el proceso de desarrollo nacional; facilitando nuevas empresas, reduciendo la dependencia del financiamiento externo e incorporando a una mayor parte de la población dentro del proceso capitalista nacional.

El estado actual de desarrollo del mercado de capitales sur coreano puede ser traducido, en términos de los resultados alcanzados, como el de una notable capitalización para las empresas y ha contribuido a la creación de una legión de inversionistas individuales que reciben un adecuado retorno sobre sus inversiones. Con el crédito a su favor de haber conseguido un desarrollo del mercado de capitales con tanto éxito en tan poco tiempo, las perspectivas son favorables en el sentido de que los principales problemas detectados podrán ser solucionados dentro de la propia dinámica inherente al mercado de capitales.

Por otro lado, tenemos el modelo sur coreano privilegia el capital industrial, donde consecuentemente están los mayores salarios. Asimismo las metas de exportaciones se establecieron en encuentros con los productores y asociaciones de comerciantes en reuniones mensuales dirigidas por el propio Presidente.

Todo esto no fue hecho con inversión extranjera sino a través de alianzas empresariales tipo joint-ventures con un mínimo de 50% de participación coreana. La interacción del desarrollo económico con el proceso financiero es una estrategia clara a través de una política gubernamental en que el mercado de capitales tiene una responsabilidad social de responder como un mecanismo propulsor del crecimiento⁽⁹⁾.

⁸ Muñoz Gomá, Oscar: Ob.Cit. pág 147

⁹ Lavado Montes, Hugo y otros: Nuevos instrumentos Financieros para el Mercado de Valores Peruano. Proyecto de Análisis, Planeamiento y Ejecución de Políticas (PAPI) Convenio USAID – Gobierno Peruano –Informe final Lima- Perú 1994 – pág. 76

La mayor evolución de activos financieros se dio en títulos de empresas, con claros objetivos del desarrollo del mercado de capitales. Este desarrollo permite a las empresas recoger recursos estables de largo plazo.

1.3.2. Institucionalidad del Mercado de Capitales Peruano

1.3.2.1. La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV)

Es el Organismo del Estado encargado del Ordenamiento, reglamentación y vigilancia del mercado de valores, y tiene como función promover el mercado, revisando y aprobando nuevos mecanismos financieros que amplíen el mercado bursátil.

El Decreto Legislativo 755 confiere autoridad a la CONASEV en cuanto a la regulación, supervisión y sanción en el mercado de valores.

La CONASEV: es el ente controlador, promotor y fiscalizador del Mercado de Capitales en el Perú. Después de la estabilidad económica, lo más importante en el mercado de valores es que exista un marco regulatorio que brinde seguridad a los inversionistas.

En términos de regulación se tiene una ley de mercado muy moderna y sus reglamentos respectivos, que aseguran dos clases de protección fundamental:

- a) La primera, está dada por reglas de juego iguales para los nacionales y extranjeros y por una Comisión Nacional que vela por la protección del inversionista.
- b) La Segunda, por la presencia de mecanismos operativos muy ágiles para eliminar cualquier restricción al libre ingreso y salida de inversiones en el mercado (esto configura un marco propicio para las inversiones)

1.3.2.2. Sociedades Agentes de Bolsa (SABs)

Una sociedad Agente de Bolsa es una persona jurídica organizada como una sociedad anónima, cuyo objeto social es la intermediación de valores, tanto en el ámbito bursátil como extrabursátil.

1.3.2.3. La Bolsa de Valores (BV)

En la actualidad, en el Perú sólo existe la Bolsa de Valores de Lima, recientemente fusionada con la de Arequipa. La Bolsa de Valores de Lima (BVL), es una Asociación Civil sin fines de lucro, cuyo objetivo es prestar el servicio público de centralizar las compras y ventas de valores inscritos en sus Registros, cuya emisión y colocación se encuentre oficialmente autorizada por la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV).

La Bolsa de Valores de Lima, tiene dos índices:

a) Índice General de la Bolsa de Valores de Lima (IGBVL).

El IGBVL está compuesto por el desempeño de 63 compañías, divididas en Nueve grupos diferentes. Es calculado en una base diaria desde diciembre de 1981. Sin embargo debido a los altos niveles de inflación registrados en la década de 1980 - 1990, ha sido necesario modificar la base del Índice varias veces. La última vez fue el 30 de diciembre de 1991, en que fue establecido como base 100.

b) El Índice Selectivo de la Bolsa de Valores de Lima (ISBVL)

Este Índice agrupa a quince títulos accionarios que se conocen como "Blue Chips", y constituye un indicador promedio ponderado que permite medir las variaciones experimentadas en las cotizaciones de los valores más representativos del mercado, ya que de acuerdo al volumen negociado suponen aproximadamente el 60% del total.

El número de empresas listadas o inscritas en la bolsa de valores de Lima ha sido de 254 en 1991, 261 en 1992, 235 en 1993, 220 en

1994 y 450 en 1998.

Por el Lado de la Demanda:

- Presencia de las Administradoras de Fondos de Pensiones (AFPs), las que demandan instrumentos de inversión tales como acciones y bonos de empresas privadas y productos derivados.
- Presencia de Fondos Mutuos, los que invierten en valores inscritos en el Registro Público de Valores, en letras hipotecarias y nuevos instrumentos financieros.
- Exoneración del impuesto a la Renta sobre acciones y valores hasta el año 2000: Las ganancias de capital generadas por las acciones que se cotizan en la Bolsa, así como los intereses de los bonos están exonerados del impuesto a la renta, de acuerdo a la Ley N° 26201.
- Transferencia de la información y operaciones a través de los siguientes mecanismos:
 - Registro Público de Valores e intermediarios que CONASEV administra ya al cual toda persona tiene acceso.
 - La legislación vigente establece que los hechos de importancia ocurridos en las empresas inscritas en el Registro Público de Valores e Intermediarios deben ser comunicados a CONASEV y a la Bolsa de Valores de Lima.
 - Publicación Trimestral obligatoria de los estados financieros de las empresas inscritas en Bolsa.
 - Mayor control de operaciones de las SABs por parte de la CONASEV.
 - Sistematización de la recepción y Registro de órdenes en las SABs atendiéndolas de acuerdo a su orden cronológico de llegada.
 - Ordenamiento del sistema de compensación y liquidación de operaciones.
 - Clasificación de riesgos para las empresas que deseen

- inscribirse en bolsa, así como para las ya existentes.
- Reglamentación de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPA).

Por el Lado de la Oferta:

- Apertura patrimonial de las empresas como consecuencia de un cambio de mentalidad en la dirección de las empresas manejadas familiarmente.
- Emisión de bonos corporativos.
- Innovaciones Financieras.
- Eurobonos.
- American Depositary Receipts (ADRs) y Global Depositary Receipts (GDRs).
- Mercados derivados: Opciones y Futuros.
- Securitización (Titulización) de Activos.
- Acciones sin derecho a voto.
- Valores hipotecarios.
- Privatización de las Empresas Públicas.
- Programa de Accionariado difundido, implementado por el Gobierno.
- Inscripción de nuevas empresas en la BVL.

1.3.2.4. Empresas Emisoras

Son las empresas que tienen la necesidad de obtener fondos con el fin de aumentar sus recursos financieros para destinarlos a nuevos proyectos de inversión o a la recomposición de su estructura financiera.

1.3.2.5. Banco de Inversión

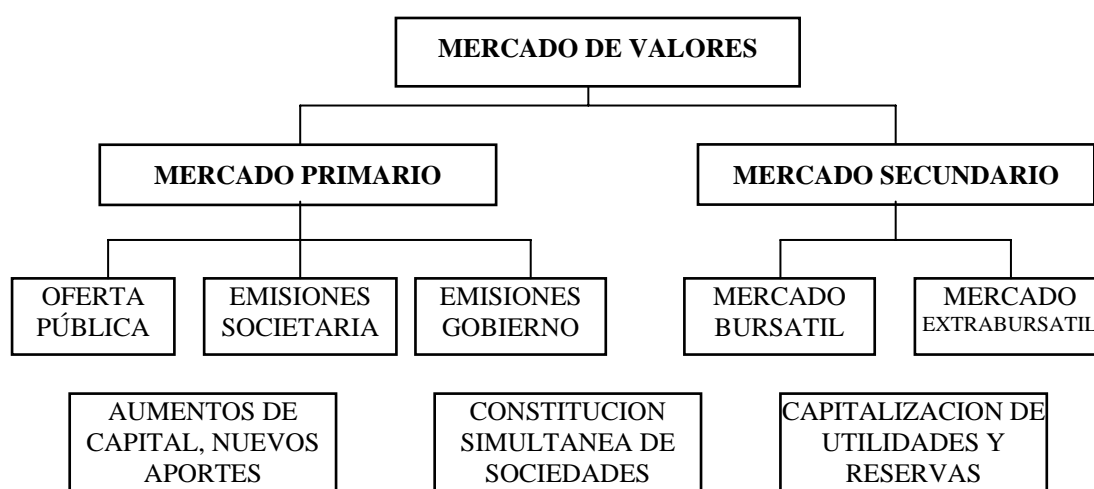
Es el intermediario directo entre la empresa emisora y el inversionista que desea adquirir valores ofertados. El banco de inversión no sólo realiza la oferta de títulos de empresas a inversionistas directos, sino

que realiza un proceso especializado de asesoría integral, que va desde la definición del tipo de instrumento más conveniente para la empresa emisora, hasta el servicios post-venta, que busca que el título emitido posea liquidez en el mercado y cobertura de información en forma permanente.

1.4. Instrumentos, Mecanismos y Políticas.

1.4.1. Mercado de Valores en el Perú 1998.

Gráfica N° 02: Mercado de valores



1.4.2. Elementos que Conforman el Contexto del Mercado de Capitales.

a) Institucionales:

- Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores (CONASEV), organismo de supervisión y control.
- Los Agentes de Intermediación y Control en el mercado de valores:
 - o Sociedades Agentes de Bolsa (SABs)
 - o Sociedades Intermediarias de Valores (SIV)
- Las Bolsas de Valores
- Las Sociedades Tituladoras
- Empresas Clasificadoras de Riesgo

- Los Fondos de Inversión
- Valores Mobiliarios y sus Emisores
- Valores de Oferta Pública
- Todos los participantes en el mercado de valores.

b) Inversionistas Institucionales:

- Bancos Financieros
- Compañías de seguros regidas por la Ley General de instituciones bancarias financieras y de seguros.
- Agentes de Intermediación
- Administradores Privados de Fondos de Pensiones (AFPs).
- Sociedades Administradoras de Fondos de Inversión.
- Sociedades Administradoras de Fondos Mutuos Colectivos.
- Entidades del exterior que desarrollan actividades similares y demás personas (naturales o jurídicas) que CONASEV clasifique como tales.
- Seguridad Social, Cajas de Previsión.

1.4.3. Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores:

Los Fondos Mutuos de Inversión en Valores (FMIV), inversionista institucional, tiene como objetivo:

- a) Fortalecer el mercado de valores, a Través de una mayor demanda de valores y su uso más intensivo como fuente de financiamiento.
- b) Permitir el acceso al mercado de capitales de personas que individualmente no hubiesen destinado sus fondos disponibles en dicho mercado, ya sea por desconocimiento del funcionamiento de éste o por el pequeño volumen de sus fondos.
- c) Permite que los "pequeños inversionistas", reduzcan el riesgo que individualmente tendrán que asumir al invertir su patrimonio en el mercado.

1.4.4. Inversión de los Fondos de Pensiones: Límites y Perspectivas.

El Sistema Privado de Pensiones (SPP), a Través de los AFPs puede invertir los fondos de pensiones, para esto es bueno analizar el contexto, el entorno en el cual se efectuarán dichas pensiones:

1.4.5. Marco Referencial del Mercado de Capitales 1990-2002⁽¹⁰⁾

- ◆ Un Mercado de Capitales incipiente.
- ◆ Recesión económica acentuada, demanda interna comprimida.
- ◆ Inflación relativamente alta.
- ◆ La Organización y funcionamiento de las AFPs como potenciales inversionistas institucionales y su participación en la dinámica del Mercado de Capitales:
 - * Las AFPs, el 80% del capital, deben invertirlo en instrumentos financieros del mercado nacional de capitales
 - * Pero los fondos de las AFPs, están la mayor parte en depósitos a plazo en el sistema Financiero y una menor proporción en la Bolsa de Valores.
 - * Los principales grupos económicos del país participan en un promedio del 80% como accionistas de las AFP; se puede estimar que las Inversiones Diversificadas de las AFPs, se destinan a reactivar las propias empresas líderes de estos grupos económicos nacionales distribuidos en:
 - Actividades extractivas
 - Manufactureras
 - Financieras.
 - Un primer segmento con mayor opción de reactivación estaría conformado por la AGROINDUSTRIA y la TEXTILERIA:
 - Envasado y conservación de frutas y Legumbres
 - Fabricación de aceite vegetal.
 - Productos de molinería
 - Cervecería
 - Hilados y Tejidos textiles.

¹⁰ Obra Citada (15), Pág.58

- Tejidos de punto.
- Prendas de Vestir.
- Un segundo segmento con posibilidades de reactivación de menor grado estaría conformado por:
 - Fabricación de sustancias químicas
 - Fabricación de sustancias sintéticas
 - Fabricación de pinturas y barnices
 - Fabricación de preparados de limpieza
 - Fabricación de vidrios.

Finalmente es necesario tomar en cuenta los efectos del encadenamiento productivo - hacia atrás o adelante de todas estas actividades industriales al interior de la estructura productiva nacional generando efecto multiplicador, contribuyendo a una dinamización del mercado de valores.

El Movimiento de la Bolsa de Valores de Lima (BVL) 1992 a 1999 ha sido el siguiente:

Año 1992:	El Monto promedio mensual negociado alcanzó los US \$ 61 millones; o sea US 3.05 millones por día.
Año 1993:	US \$ 108 millones; US \$ 5.4 Millones por día.
Año 1996:	US \$ 240 millones; US \$ 12.0 Millones por día.
Año 1998:	US \$ 450 millones; US \$ 22.50 Millones por día.
Año 1999:	US \$ 800 millones; US \$ 40.00 millones por día.

Es necesario medir el desempeño del Mercado de Capitales, que está expresado básicamente en la dinámica del Movimiento de la Bolsa de Valores (¹¹).

Los especialistas plantean, los siguientes elementos o factores para medir el crecimiento económico, entre otros. (¹²)

- Liquidez del mercado de capitales.

¹¹ Jesús Alvarado Hidalgo: "Dinámica de la Bolsa de Valores de Lima" UNMSM. Edit. Lima-Perú-1997 Pág. 45.

¹² IGUIÑIZ Javier, Basay Rosario, Rubio Mónica: "Los Ajustes: Perú 1975-1992" Fundación Friedrich Ebert-Pág. 199-Lima-Perú.

- Corrección de los efectos de la Inflación.
- Política Fiscal adecuada, no restrictiva.
- Adecuada Política Monetaria y cambiaria.
- Apertura al Comercio Internacional.
- Estabilidad política y social.
- Eficiencia y estabilidad del régimen jurídico.
- Propuesta programática de educación.

Cuando se aborda el tema del crecimiento, las condiciones para lograrlo, surgen algunos instrumentos como:

- La Liberalización de los mercados financieros.
- Liberalización de los mercados cambiarios.
- Liberalización del mercado laboral.
- Liberalización del mercado interno y externo.

Todo esto se refiere al fin de los controles de precios. En el Perú, todavía no se hace una evaluación sobre los efectos de las medidas de liberalización sobre el crecimiento económico en el período de estudio; existen investigaciones parciales.

Conocemos además, que existen factores claves para el logro del crecimiento económico sostenido:

- Elevar el nivel del ahorro interno.
- Control del déficit estatal.
- Incremento de las inversiones.
- Contención o freno de la inflación
- Incrementar y consolidar la eficiencia industrial y comercial.
- Alentar las exportaciones.

En cuanto al crecimiento del mercado nacional de capitales; conocemos que la estrechez o amplitud del mismo, constituyen situaciones derivadas de su propia dinámica, que se cuantifica por:

- La relación de la liquidez nominal del mercado de capitales y el valor del

producto bruto interno.

La liquidez nominal es considerada como expresión de la concurrencia al mercado para la canalización de fondos.

Conocida es la función esencial del mercado de capitales: “consistente en generar un FLUJO CRECIENTE de disponibilidades y de ahorros suficientes en cantidad y calidad como para sostener crecimiento ordenado de la actividad económica del País”⁽¹³⁾.

La profundidad del mercado bursátil se mide por la relación entre el número de acciones inscritas y el número de acciones negociadas en un período determinado.

1.5. Desarrollo del Mercado de Capitales en el Perú: Posibilidades.

Para que exista desarrollo económico es necesario que durante un largo periodo produzcamos más recursos de los que consumimos y/o se logre derivar ahorro externo. Sin embargo, los recursos por si solos no generan desarrollo, hay que invertirlos adecuadamente y agregarle una buena dosis de trabajo disciplinado, constante y responsable.

Nuestra experiencia histórica nos muestra un ahorro interno decreciente, endeudamiento externo, que escapa a las posibilidades de amortización del país, inadecuada asignación de los recursos y en general reducido aprovechamiento de la capacidad instalada.

Como consecuencia del insuficiente ahorro interno y las crecientes presiones de nuestra sociedad, se optó por resolver la brecha ahorro-inversión con un cada vez mayor endeudamiento externo que originó problemas en la balanza de pagos y profundizó la dependencia de nuestro país a los centros de poder financiero.

El cambio de gobierno en 1990 y la implantación de un programa económico basado

en la promoción de la oferta agregada doméstica para cubrir demandas internas crecientes, el congelamiento de los precios de servicios y bienes no perecibles han cambiado radicalmente las condiciones de dolarización y liquidez de la economía, el poder de adquisición de los agentes económicos, la actividad empresarial, etc. (14). La generación de ahorro interno suficiente para sustentar un crecimiento sostenido como el que se pretende, aún suponiendo un restringido pago por concepto del servicio de la deuda, parecería todavía insuficiente.

En cuanto a las posibilidades para desarrollar el mercado de capitales en nuestro país; existe la necesidad de impulsar tres elementos fundamentales que contribuirán de manera considerable en la consolidación del mercado de capitales:

1.5.1. Proceso de ahorro - Inversión y mejora en la asignación de fondos.

Una de las principales funciones del mercado de capitales es contribuir a la mejora de calidad del ahorro al asignar los recursos a los proyectos que presenten mayores expectativas de rentabilidad. Ello es muy importante para nuestro país en donde el ahorro interno es insuficiente para atender los requerimientos de inversión que faciliten su desarrollo(15).

La canalización del ahorro a la inversión a través del mercado de capitales contribuye a mejorar la calidad del ahorro, de ahí la necesidad de reforzar la acción de los intermediarios financieros tanto banca tradicional como banca de inversión.

1.5.2. Posibilidades de financiamiento a través de la emisión de valores.

Las reformas en nuestro mercado de capitales son las mas significativas en los últimos 15 años. Conjuntamente con el nuevo marco legal, la política económica da un tratamiento global al capital de riesgo que, si bien precisa de ajustes, otorga al sector empresarial un marco que le permitirá proyectarse a futuro.

¹³ VICTOR, Rivas Gómez "El Mercado Nacional de Capitales" Edic. ARITA.E.I.R.L. Lima –Perú 1996. Pág. 122

¹⁴ Rabinovich, Catalina: "El Mercado de Capitales como instrumento de la Política Económica". Taller de Investigación – Separata pág. 17 – Enero 1987 – BCRP Lima Perú.

Existe en el sector empresarial consenso de acuerdo con las líneas generales del manejo económico que es preciso extender a toda la sociedad para permitir su continuidad en el tiempo. Están dadas las primeras condiciones para procurar alternativas de financiamiento de largo plazo imposibles de lograr sin reglas claras e inestabilidad.

La presencia de inversionistas institucionales – las AFP y Fondos Mutuos – facilita el encuentro de oferentes con demandantes de productos financieros en el mercado de capitales a precios (tasas de interés) competitivos. Por el lado de la oferta son potenciales emisores de valores aquellos que requieran de financiamiento a tasas de mercado y que demuestren puedan sostener su pago con la rentabilidad esperada de su proyecto, sea éste nuevo o se trate de ampliación o reestructuración.

A través del mercado se puede acceder a una amplia gama de productos y servicios financieros que satisfagan requerimientos de plazo, riesgo y costo; en donde las preferencias, tanto de emisores como de inversores, debiera darse por la calidad del instrumento a emplear y de adecuarse a sus necesidades. La rentabilidad esperada por el inversionista y el costo para el emisor debiera responder al producto escogido, de ahí que es preciso exista neutralidad en los costos fijados por el gobierno, principalmente tributarios, para todos los productos, tanto para emisores como inversionistas.

Esta posibilidad de desarrollo del mercado de emisiones (mercado primario de valores) requiere también de la presencia de intermediarios profesionales en banca de inversión y de mercado secundario (bursátil) ágiles y eficientes. Ambos mercados (Primario y secundario) deben brindar amplia información y estar regulados y supervisados. La ley de mercado de valores ha encargado esta última función a la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y valores, además de haber normado respecto tanto de los intermediarios, en la que asigna especial importancia a las Sociedades Agentes de Bolsa; como de las bolsas, en que hasta la fecha

¹⁵ Solano Morales, Enrique: "Posibilidades para desarrollar el Mercado de Capitales". Artículo – Revista Moneda N° 67 – lima 1993 – pág. 43

sólo la de Lima cumple con los requisitos.

1.5.3. Incorporación de Nuevos Accionistas a las Sociedades.

La emisión de acciones como fuente de financiamiento incorpora nuevos socios a las empresas. Por años se discute el carácter familiar y cerrado de las empresas peruanas, indicando que los empresarios son reacios a la apertura del capital de sus empresas. Se debe considerar que esta situación puede explicarse, porque el ahorro es un recurso concentrado en las empresas y familias de mayores ingresos; que precisamente son las propietarias de las empresas.

También debería tomarse en cuenta que la mayoría de empresas peruanas, sobre todo industriales, se encuentran en promedio en la segunda generación luego del fundador y que será muy difícil que se mantengan familiares al llegar a la tercera o cuarta generación por la mayor posibilidad de conflictos en el manejo y control, acrecentándose las posibilidades de apertura. Otro elemento a considerarse es la dificultad que encuentra la emisión de acciones (capital de riesgo de largo plazo) para contar con la aceptación de los inversionistas en un ambiente empresarial continuamente inestable.

1.6.- Los Mercados de Capitales y Estímulo al Crecimiento Económico

En los últimos diez años, el valor total de los títulos cotizables en todos los mercados bursátiles del mundo subió de \$ 4,7 billones a \$ 15,2 billones en tanto que la contribución de los mercados incipientes al valor total del capital emitido ascendió desde menos del 4% a casi un 13%. Las operaciones bursátiles registraron también un fuerte incremento en dichos mercados: el valor de las acciones intercambiadas pasó de menos del total mundial en 1985 (10%) al 17% en 1996⁽¹⁶⁾.

Los mercados incipientes han atraído el interés de los inversionistas internacionales

¹⁶ Ross Levine: "Los Mercados de Valores, estímulo al crecimiento Económico" – Finanzas y Desarrollo – marzo 1996. Reforma de los Sistemas Bancarios y Monetarios. Pág. 7

y planteado varias interrogantes cruciales para las autoridades de los países en desarrollo: ¿Influyen los mercados de valores en el desarrollo económico global? En caso afirmativo ¿cómo? ¿Qué relación existe entre dichos mercados y los bancos en el fomento del crecimiento económico? ¿Qué beneficios pueden obtener los países en desarrollo del crecimiento de los mercados de valores?

- En cuanto al Impacto sobre el desarrollo:
¿Influyen los mercados de valores en el desarrollo económico global?. Algunos analistas opinan que en los países en desarrollo estos mercados son como los “casinos”, realidades que poco contribuyen al desarrollo económico. No obstante, la experiencia reciente indica lo contrario.

Al crear liquidez, los mercados de valores pueden influir en la actividad económica. En muchos casos, para hacer una inversión rentable es necesario comprometer capital a largo plazo, pero los inversionistas suelen resistirse a renunciar al control de sus ahorros por periodos prolongados. La liquidez del mercado bursátil reduce los riesgos y aumenta los atractivos de la inversión pues permite adquirir un activo – las acciones – y venderlo rápidamente y sin gran gasto si se necesitan los ahorros o sea modificar la cartera. Al mismo tiempo las empresas pueden movilizar capital en cualquier momento emitiendo acciones. Al facilitar inversiones a más largo plazo y más rentables, estos mercados mejoran la asignación del capital y las perspectivas de crecimiento a largo plazo. Además, al disminuir los riesgos y aumentar la rentabilidad de la inversión, la liquidez puede alentar nuevas inversiones. En resumen, los inversionistas vendrán si saben que pueden irse.

Hay varias opiniones, sin embargo, sobre el efecto de la liquidez en el crecimiento a largo plazo. Algunos analistas sostienen que los mercados con valores muy líquidos favorecen la miopía de los inversionistas: si estos no están satisfechos, pueden vender rápidamente sus acciones, lo que reduciría su compromiso y su interés en controlar las empresas mediante la supervisión de los gerentes así como el seguimiento del desempeño y las perspectivas de las mismas. De acuerdo con ese planteamiento, un aumento de la liquidez podría obstaculizar el crecimiento.

No obstante, las pruebas empíricas indican, convincentemente, que una mayor

liquidez alienta el crecimiento económico, o al menos lo precede. Consideramos tres indicadores de la liquidez de los mercados, es decir, de la facilidad con que se compran y venden acciones.

- Un indicador frecuentemente utilizado es el valor total de las acciones intercambiadas en los mercados bursátiles de un país en proporciones del PIB. Esta proporción no mide directamente los costos de compraventa de los valores a los precios cotizados. Sin embargo, es probable que a largo plazo el valor medio de las transacciones de capital en proporción del producto nacional varíe en función de la facilidad de las operaciones. En otras palabras, si éstas tienen un costo o riesgo elevado, disminuirán. Se ha utilizado esta proporción para clasificar 38 países en cuatro grupos según la liquidez de sus mercados accionarios. El primero está formado por los nueve países con menos liquidez y el cuarto por los nueve con los mercados más líquidos, es decir, con el coeficiente más alto de volumen negociado. El segundo y tercer grupo, cada uno de diez países, se sitúan entre ambos extremos. Como se observa en el cuadro N° 1, el crecimiento económico en los países que en 1976 tenían mercados relativamente líquidos tendió a ser durante los siguientes 18 años 1993, mucho más rápido que en los países con mercados menos líquidos.
- La liquidez inicial se mide teniendo en cuenta el coeficiente entre el valor de las acciones intercambiadas y el PBI en 1976 (año base).
- El segundo indicador de la liquidez es el valor de las acciones intercambiadas en porcentaje del total de la capitalización bursátil del valor de las acciones cotizadas en la bolsa. Esta tasa de renovación mide el volumen de las operaciones en relación con el tamaño de la bolsa. En el cuadro N° 2 se observa que una mayor renovación está asociada a un crecimiento más rápido en el futuro. Cuanto mayor fue la liquidez de sus mercados en 1976, más rápido fue el crecimiento de los países entre ese año y 1993.
- La Renovación inicial se mide teniendo en cuenta el coeficiente entre el valor de las acciones intercambiadas y capitalización bursátil en 1976 (año base)
- La tercera medida es el coeficiente del volumen negociado dividido por la

inestabilidad de las cotizaciones. Los mercados líquidos deberían ser capaces de absorber elevados niveles de intercambio sin sufrir oscilaciones importantes de los precios. Como se observa en el cuadro N° 3, los países que en 1976 tenían mercados de valores más líquidos, es decir, un coeficiente volumen de operaciones / inestabilidad más elevado - registraron durante los siguientes 18 años, un crecimiento económico más rápido que los países con mercados menos líquidos. La firme relación entre liquidez del mercado y crecimiento continúa siendo una realidad aún cuando se introduzcan los ajustes asociados a otros factores económicos, sociales, políticos y estratégicos que puedan condicionar el crecimiento económico y se utilicen variables instrumentales, procedimientos de estimación, diversos plazos y diferentes muestras de países. La conclusión fundamental es que el desarrollo de los mercados de capitales explica el futuro crecimiento económico.

- El coeficiente inicial volumen de compra venta / inestabilidad, se entiende como el coeficiente entre el valor de las acciones intercambiadas y la inestabilidad en 1976, que se mide teniendo en cuenta una estimación de la desviación estándar móvil de 12 meses basada en los resultados del mercado. Sólo existen datos de 30 países de los 38 comprendidos en el estudio.

Otros indicadores de este crecimiento no apuntan en la misma dirección. Por ejemplo, el tamaño del mercado – que se determina dividiendo la capitalización bursátil por el PIB - no es un buen indicador del crecimiento económico (Cuadro N° 4) y una mayor inestabilidad de la cotización de valores no es indicio de un balance económico mediocre (Cuadro N° 5). En la práctica, no es el tamaño ni la inestabilidad del mercado lo que determina el crecimiento económico, sino la facilidad con que se compran y venden las acciones.

Los países podrían impulsar notablemente el crecimiento económico aumentando la liquidez de sus mercados de valores. Por ejemplo, los análisis de regresión indican que si en 1976 la proporción entre el volumen negociado y el PIB en México hubiera sido la misma que el promedio de los 38 países de la muestra (0,06 en lugar de 0,01, la proporción observada en México), el ingreso medio anual de los mexicanos sería hoy un 8% más alto. Si bien no indica cómo aumentar la liquidez, este tipo de pronóstico refleja el

costo económico, quizá considerable, de los obstáculos de políticas reglamentarias y jurídicas para el desarrollo de los mercados de valores.

¿Existe un vínculo entre la liquidez del mercado de valores y el crecimiento económico o se trata simplemente de una estrecha relación entre la liquidez del mercado y algún factor no financiero, que sería la verdadera causa de crecimiento económico?. Los procedimientos de regresión múltiple revelan que la liquidez del mercado es un indicador del crecimiento económico, aún cuando se tengan en cuenta varios factores no financieros que influyen en él. Una vez corregidos los efectos de la inflación, la política fiscal, la estabilidad política, la educación, la eficiencia del régimen jurídico, la política cambiaria y la apertura al comercio internacional, la liquidez del mercado de valores es un indicador fiable del crecimiento a largo plazo en el futuro.

El Crecimiento del PIB es mas acelerado en las economías con mercado de valores líquidos

CUADRO N° 01

Coefficiente Inicial del Valor Negociado (1976) y Crecimiento Posterior, 1976 – 93.

Muy poco líquido (0.5 a 2.0)	Austria, Colombia, Dinamarca, Finlandia, Indonesia, Nigeria, Noruega, Portugal, Venezuela.
Poco líquido (0.5 a 2.0)	Argentina, Bélgica, España, Grecia, Jordania, Luxemburgo, México, Suecia, Tailandia, Zimbabwe.
Líquido (0.5 a 3.0)	Alemania, Brasil, Chile, Filipinas, Francia, India, Italia, Países bajos, República de Corea.
Muy Líquido (0.5 a 3.5)	Australia, Canadá, Estados Unidos, Hong Kong, Israel, Japón, provincia China de Taiwan, Reino Unido, Singapur.
0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5	

Crecimiento anual del PIB per cápita (Porcentaje)

Fuente: Corp. Financiera Internacional(1994).

CUADRO N° 02

Renovación Inicial (1976) y posterior Crecimiento Económico 1976 – 93.

Muy poco líquido (0.5 a 1.75)	Chile, Dinamarca, Grecia, Jordania, Luxemburgo,
--------------------------------------	---

	Nigeria, Noruega, Portugal, Venezuela.
Poco líquido (0.5 a 1.75)	Austria, Bélgica, Colombia, España, Finlandia, Indonesia, Malasia, México, Suecia, Zimbabwe.
Líquido (0.5 a 3.0)	Alemania, Australia, Brasil, Canadá, Estados Unidos, Francia, Países bajos, Reino Unido, Singapur, Tailandia.
Muy Líquido (0.5 a 3.5)	Argentina, Filipinas, Hong Kong, India, Israel, Italia, Japón, provincia China de Taiwan, República de Corea.
0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5	

Crecimiento anual del PIB per cápita (Porcentaje)

Fuente: Corp. Financiera Internacional(1994).

CUADRO N° 03

Coeficiente Inicial Volúmen de Compraventa - Inestabilidad (1976) y posterior Crecimiento Económico 1976 – 93.

Muy poco líquido (0.5 a 1.5)	Argentina, Colombia, Dinamarca, España, Grecia, Noruega, Suecia, Venezuela.
Poco líquido (0.5 a 1.75)	Austria, Bélgica, Brasil, Finlandia, Italia, México, Suecia.
Líquido (0.5 a 2.0)	Alemania, Canadá, Chile, Filipinas, Francia, India, Jordania.
Muy Líquido (0.5 a 3.5)	Australia, Estados Unidos, Israel, Japón, Países bajos, Reino Unido, República de Corea, Tailandia.
0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5	

Crecimiento anual del PIB per cápita (Porcentaje)

Fuente: Corp. Financiera Internacional(1994).

CUADRO N° 04

Tamaño Inicial del Mercado (1976) y posterior Crecimiento Económico 1976 – 93.

Muy Elevado (0.5 a 3.5)	Canadá, Chile, Estados Unidos, Hong Kong, Japón, Jordania, Luxemburgo, Reino Unido, Singapur.
Elevado (0.5 a 2.0)	Australia, Bélgica, Brasil, España, Grecia, Israel, Malasia, Países Bajos, provincia China de Taiwan, Zimbabwe.
Bajo (0.5 a 2.0)	Alemania, Colombia, Dinamarca, Filipinas, Finlandia, Francia, México, Noruega, República de Corea, Venezuela.
Muy Bajo (0.5 a 2.5)	Argentina, Austria, India, Indonesia, Italia, Nigeria, Portugal, Suecia, Tailandia.
0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5 3.0 3.5	

Crecimiento anual del PIB per cápita (Porcentaje)

Fuente: Corp. Financiera Internacional(1994).

CUADRO N° 05

Inestabilidad Inicial (1976) y posterior Crecimiento Económico 1976 - 93.

Muy Inestable (0.5 a 3.5)	Argentina, Brasil, Chile, Filipinas, México, República de Corea, Tailandia, Zimbabwe.
Inestable (0.5 a 1.75)	España, Grecia, Israel, Italia, Jordania, Noruega, Reino Unido, Venezuela.
Estable (0.5 a 1.75)	Australia, Bélgica, Canadá, Colombia, Dinamarca, Francia, Paquistán, Suecia.
Muy Estable (0 a 1.75)	Alemania, Austria, Estados Unidos, Finlandia, India, Japón, Nueva Zelandia, Países Bajos.
0 0.5 1.0 1.5 2.0 2.5	

Crecimiento anual del PIB per cápita (Porcentaje)

Fuente: Corp. Financiera Internacional(1994).

CAPITULO II:

ANALISIS DEL EFECTO DEL CRECIMIENTO Y DESARROLLO DEL MERCADO NACIONAL DE CAPITALES SOBRE LA ACTIVIDAD ECONOMICA DEL PAIS: PERIODO 1985-1990.

2.1.- ASPECTOS GENERALES:

- **Contexto Gubernamental General.**
 - Menor capacidad de ahorro y por lo tanto menores posibilidades de Inversión
 - La crisis económica y financiera internacional de 1982.
 - Existencia de tasas reales negativas, además del consiguiente subsidio al Sistema Financiero Tradicional (Banca de Fomento).
 - Falta de Políticas Estables y Coherentes (Económicas y Políticas), elevada inflación y devaluación.
 - Tratamiento dispar que se da a los títulos de renta fija y variable. Otorgándose a los de Renta fija exoneraciones tributarias y gravándose a los de renta variable con tasas impositivas.

- **Contexto Privado (Sector Privado)**
 - Estructura patrimonial cerrada de las empresas.
 - Escasos mecanismos legales que protejan los derechos de los accionistas minoritarios.
 - Escasas oportunidades de inversión.
 - Falta de difusión adecuada de alternativas de inversión y el desconocimiento por los inversionistas respecto de rendimientos del Mercado de Valores.
 - Un Mercado Primario casi inexistente y un Mercado Secundario reducido e incipiente.

Características económicas y sociales:

- Deterioro dramático en las condiciones de vida de la población.
- Descomposición social y violencia social acentuada
- Poco atractivo y bajo interés para la inversión productiva.
- Inflación con un promedio mensual de 53%.
- Producción per cápita similar a la de los años 1950-55.

- Las reservas internacionales netas, mostraban niveles negativos.
- Estatización de la banca
- Incumplimiento de las obligaciones externas, lo cual causó un aislamiento respecto a la comunidad financiera internacional.

Todo esto fue consecuencia de una negativa estrategia económica de crecimiento, inspirada en una mal interpretada economía mixta (heterodoxa), con intervención del Estado en el manejo de la economía y de una desatención a los desequilibrios macroeconómicos básicos.

Los períodos de crecimiento, basados en políticas económicas expansivas y en la fijación de precios claves, afectaban la eficiente asignación de recursos y retraían la inversión de largo plazo, ante la ausencia de estabilidad económica y de un marco institucional adecuado. En el empeño por alcanzar un ideal de justicia social, se obtuvo un resultado diametralmente opuesto; como lo refleja por ejemplo, la circunstancia de que los salarios reales cayeron aproximadamente en 50% entre 1985-90, como consecuencia del ajuste requerido ante políticas expansivas:

- Elevados niveles de protección arancelaria y no arancelaria, que reducían el desarrollo de las actividades de exportación.
- Limitaciones a la libre movilidad del trabajo y del capital.
- Precios controlados.
- Desabastecimiento de productos de primera necesidad.
- Funcionamiento del mercado negro.
- Subsidios indiscriminados a empresas.
- Bancos de Propiedad del Estado, múltiples controles y restricciones que desalentaban la iniciativa privada.

2.2.- Análisis del Período 1985-1990

2.2.1.- Flujos Macroeconómicos 1985 – 1990

Cuadro N° 06:
Ahorro – Inversión (Porcentaje del PBI)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Ahorro Interno	18.8	13.7	13.3	14.4	16.3	11.6
Sector público	2.9	-1.4	-5.0	-7.3	-6.8	-5.5
Sector privado	15.9	15.1	18.3	21.6	23.1	17.1
Ahorro externo	0.5	6.9	7.4	8.0	2.3	4.9
Inversión	19.3	20.6	20.7	22.3	18.6	16.5
Sector público	6.9	6.0	4.9	4.1	4.1	3.2
Sector privado	12.3	14.7	15.8	18.3	14.4	13.2

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

En términos de Ahorro e Inversión este período tiene como característica el ahorro (negativo) del sector público, a diferencia del ahorro del sector privado que se muestra en constante crecimiento hasta que en el año 1990 también muestra una caída importante. Sin embargo, el ahorro externo muestra un comportamiento inverso al interno salvo el año 1989.

Esta paradoja donde el ahorro interno es menor a la inversión, sin embargo, el ahorro del sector privado es mayor a la inversión privada situación que se acentúa en los años 1989 y 1990, expresando que estos excedentes se canalizan hacia el exterior. Por otro lado, la inversión pública también se reduce sensiblemente.

Este comportamiento se explica por el proceso inflacionario que se acentuó los dos últimos años determinando que los agentes privados preserven sus ahorros y no inviertan por la incertidumbre y riesgo imperante en ese período, asimismo, la menor inversión privada se explica por la postura confrontacional entre el gobierno de turno y los empresarios, particularmente a partir de la nacionalización de la banca pero también por la estructura productiva oligopólica y racionamiento crediticio existente. Constatamos que

el ahorro decreciente y no canalizado hacia la inversión debe incidir en menores tasas de crecimiento.

Cuadro N° 07:

Balanza de Pagos (Porcentaje del PBI)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Balanza en cuenta corriente	-0.5	-6.9	-7.4	-8.0	-2.3	-4.9
Balanza comercial	7.9	-0.4	-1.8	-0.6	4.7	1.2
Servicios	-1.5	-1.6	-1.3	-1.4	-1.2	-1.2
Renta de factores	-7.5	-5.5	-4.7	-6.6	-6.5	-5.8
Transferencias corrientes	0.6	0.5	0.4	0.7	0.7	0.9
Cuenta financiera	-8.8	-4.4	-4.6	-7.6	-4.8	-2.4
Sector privado	-1.2	-0.1	-0.2	-0.1	-0.1	0.2
Sector público	-3.9	-4.2	-3.2	-4.9	-3.1	-3.6
Capitales de corto plazo	-3.7	0.0	-1.3	-2.7	-1.7	1.0
Financiamiento excepcional	10.5	8.6	7.8	11.0	9.5	8.3
Flujo de reservas netas del BCRP (-)	-3.9	2.6	4.1	2.6	-2.1	-0.6
Errores y omisiones netos	2.7	0.0	0.1	2.0	-0.3	-0.5

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

Este período muestra una balanza en cuenta corriente negativa donde las utilidades obtenidas por la inversión extranjera e intereses de la deuda pública y privada tienen un peso importante en este resultado, déficit que se reduce no por un uso productivo sino por la política de limitar el servicio de la deuda externa. Asimismo, el resultado obtenido por la balanza comercial no logra compensar este comportamiento a pesar de una política proteccionista dirigido a favorecer a los exportadores y el mercado interno a través de política arancelaria y cambiaria diferenciada.

Si bien las reservas netas venían influenciadas por la crisis internacional de la deuda externa de 1982 y por los efectos del fenómeno del niño, el desempeño de la economía peruana y la escasa credibilidad en la implementación de las políticas heterodoxas no lograron detener la salida de capitales ya sea por renta de factores, inversión extranjera o el servicio de la deuda externa determinando que las reservas se tengan que emplear durante los dos primeros años y las RIN sean negativas luego de este experimento.

**Cuadro N° 08:
Sector Público No Financiero (Porcentaje del PBI)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Ahorro en cuenta corriente	2.9	-1.4	-5.0	-7.3	-6.8	-5.5
Ingresos de capital	0.7	0.4	0.4	0.2	0.4	0.1
Gasto de capital	7.2	6.4	5.5	4.8	4.5	3.3
Inversión pública	6.9	6.0	4.9	4.1	4.1	3.2
Otros gastos de capital	0.2	0.4	0.6	0.7	0.4	0.1
Resultado económico	-3.6	-7.4	-10.0	-11.8	-10.9	-8.7
Financiamiento	3.6	7.4	10.0	11.8	10.9	8.7
Financiamiento externo	5.5	4.2	3.6	5.0	5.6	6.3
Financiamiento interno	-1.9	3.3	6.5	6.7	5.4	2.5
Privatización	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

Este cuadro expresa como se incrementa el déficit fiscal por una concepción de financiar el desarrollo con la emisión inorgánica por parte del Banco Central de Reserva y mayor déficit fiscal con el consecuente impacto inflacionario. También se financia este déficit con endeudamiento externo. La recaudación tributaria si bien se incrementa en el año 1985 y supera los efectos del fenómeno del Niño, posteriormente se reduce y llega a sus niveles mas bajos de la historia fiscal del Perú 8.1% del PBI.

**Cuadro N° 09:
Producto Bruto Interno por Sectores Productivos (Var. %)**

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Agropecuario	2.9	4.1	5.2	5.9	-4.0	-8.7
- Agrícola	1.9	2.9	3.0	5.2	1.1	-16.6
- Pecuario	5.4	6.9	10.6	7.4	-14.9	8.2
Pesca	12.5	30.0	-11.5	28.8	4.4	3.0
Minería 1/	5.2	-2.7	-6.0	-14.9	3.0	0.7
- Minería metálica y no metálica	9.3	-0.7	-2.0	-17.0	14.2	1.3
- Hidrocarburos	-1.7	-6.7	-14.2	-10.0	-20.9	-1.3
Manufactura	6.1	20.2	15.3	-13.2	-21.7	-2.7
- Procesadores de recursos primarios	7.5	-3.8	-2.6	-6.6	12.1	-6.9
- Manufactura no primaria	5.7	27.0	19.2	-14.4	-28.2	-1.5
Electricidad y agua	4.3	9.0	7.8	0.6	-1.4	-2.4
Construcción	-8.4	26.8	15.1	-3.9	-16.4	3.1
Comercio	0.8	15.2	9.8	-10.4	-16.4	-2.4
Otros servicios	1.9	9.0	4.1	-9.6	-10.1	-8.2
Imp. Productos y Derechos de importación	-0.6	17.5	14.2	-12.9	-23.4	-2.1
PRODUCTO BRUTO INTERNO	2.1	12.1	7.7	-9.4	-13.4	-5.1

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP (1/ Del año 1985 a 1989 se ha calculado utilizando las tasas de variación del PBI con año base 1979)

El impacto de la política económica aplicada en este quinquenio determinó que las políticas heterodoxas permitiesen un incremento significativo en el crecimiento en el PBI los años 1986 y 1987 pero sobre la base de controles de precios, racionamiento del crédito, tasas cambiarias diferenciadas, financiamiento vía déficit fiscal, emisión inorgánica y limitación al servicio de la deuda externa. Medidas que por la rigidez de la estructura productiva e inelasticidad de las exportaciones e importaciones se tuvo dramáticos decrecimientos en el PBI de los años 1988 y 1989.

A nivel sectorial, los sectores han tenido tasas de variación negativas, salvo en los casos de los sectores minero y pesca, donde se puede apreciar que los últimos años del periodo de referencia han tenido una variación positiva para el crecimiento de la economía peruana, pero esto no compensa el quiebre de los otros sectores, se conoce que el sector agricultura, caza y silvicultura, no hace uso intensivo de capital negociado en Bolsa, salvo algunas grandes empresas como Paramonga, Cayaltí, Casa Grande entre otras. Después del cierre del Banco Agrario, este sector quedó sin la atención crediticia por parte de la banca comercial. Este es un sector que no accede en forma dinámica al Mercado de Capitales; el sector pesca ha recibido fuertes inversiones de parte de Españoles y Chilenos, para industria de exportación; es muy dinámico en el movimiento bursátil, así como en el uso de créditos en el Área Bancaria y financiera; hace uso intensivo de capital. Tiene una relación directa con la dinámica del Mercado de Capitales; el sector Minero es el que demuestra con mayor claridad un comportamiento de estrecha relación entre el desarrollo del Mercado de Capitales con las inversiones y el crecimiento del Sector, debido a que requiere de grandes montos de capital en inversión y esto solo lo puede dar el capital extranjero a través de negociaciones en Bolsa, la Banca de inversión es decir el Mercado de Capitales.

Del análisis podemos deducir que, durante el período 1985-90, el Sector Minero tuvo un comportamiento negativo, debido a factores políticos y económicos; la inseguridad generada por la subversión y un Mercado de Capitales poco dinámico, restringido por normas controlistas que le quitaban autonomía para operar, del cual podemos concluir que dicho sector

tiene una estrecha relación con la dinámica de crecimiento y desarrollo del mercado de capitales, por el propio carácter de fuertes inversiones realizadas, es decir, uso intensivo de capital.

Al igual que el sector minero, el sector Industria y Manufactura, así como los sectores de Electricidad, comercio también son intensivos en capital, por ello la estrecha relación entre el Mercado de Capitales y la dinámica del Crecimiento.

Cuadro Nº 10

Demanda y Oferta Global Nominal (Millones de Nuevos Soles de 1994)

	1985	1986	1987	1988	1989	1990
DEMANDA GLOBAL (1+2)	99,596	112,554	121,710	110,150	94,911	91,527
1. Demanda Interna	88,276	102,744	112,251	101,321	84,421	82,264
a. Consumo privado	65,099	74,970	80,145	73,516	62,300	60,896
b. Consumo público	10,565	11,405	12,058	10,157	8,220	7,383
c. Inversión bruta interna	12,613	16,369	20,048	17,648	13,901	13,985
Inversión bruta fija	12,845	15,636	18,300	15,603	13,406	13,723
- Privada	7,798	10,823	13,718	12,486	9,805	11,082
- Pública	5,047	4,813	4,582	3,117	3,602	2,641
Variación de existencias	-233	733	1,748	2,046	495	262
2. Exportaciones	11,320	9,810	9,459	8,828	10,489	9,264
OFERTA GLOBAL (3+4)	99,596	112,554	121,710	110,150	94,911	91,527
3. Producto Bruto Interno	91,250	102,301	110,222	99,839	86,431	82,032
4. Importaciones	8,346	10,253	11,488	10,310	8,479	9,495

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

La política heterodoxa planteó un incremento de la demanda a partir de la limitación del servicio de la deuda externa y su orientación hacia la adquisición de bienes de capital e insumos importados para fortalecer el aparato productivo y de esta manera reactivar el crecimiento económico. Esta estrategia estuvo acompañada de un control de los principales precios de la economía funcionando los dos primeros años (1986-1987) pero

posteriormente se hizo insostenible apreciándose este impacto en las variables de la demanda y oferta global.

Asimismo, supuso un acuerdo con los empresarios para que aprovechen las medidas planteadas, sin embargo, al no tener la respuesta esperada se estatiza la banca y el conjunto de medidas adoptadas no tienen impacto agudizándose por el impacto inflacionario producto de un diagnóstico equivocado que planteaba un enfoque de oferta a diferencia del enfoque de demanda por parte del FMI.

2.2.2.- Evolución y Rendimiento de la Bolsa de Valores de Lima en el Período: 1985-1990

En este período se puede apreciar los instrumentos de renta fija han evolucionado en mayor proporción que las acciones, asimismo, que la Rueda de Bolsa tiene mayor preponderancia que la Mesa de Negociación. La importancia del monto negociado comparada con la liquidez financiera a través de los años también ha sido ascendente.

CUADRO N° 11:
Estructura Del Monto Negociado por Tipo de Instrumento (En Porcentaje %)

PERIODO	OBLIGACIONES %	REPORTE %	ACCIONES %
1970-75	45	-	55
1976-80	25	-	75
1981-85	32	-	68
1986-90	47	08	45

Fuente: El ABC del Mercado de Capitales - Pag. 27.
Rolando Castellares y otros.

CUADRO N° 12:
Monto Negociado por Tipo de Segmentos (En Miles de Dólares US\$)

PERIODO	RUEDA DE BOLSA	MESA DE NEGOCIACIÓN	TOTAL
1970-75	100	-	100
1976-80	200	-	200
1981-85	200	50	250
1986-90	230	70	300

Fuente: Idem Cuadro N° 10.

**CUADRO N° 13:
Capitalización Bursátil**

PERIODO	MONTO EN MILES DE US\$
1985	115
1986	130
1987	150
1988	185
1989	200
1990	235

Fuente: El ABC del Mercado de Capitales. Pag.28.

En el caso de la capitalización bursátil, su comportamiento también ha sido ascendente a través del tiempo, como se puede observar en el cuadro N° 20.

Desde cifras menores al 0.5% al inicio de la década de los 80, la capitalización bursátil como porcentaje del PBI ha alcanzado a niveles cercanos al 3%; considerado un avance lento.

Asimismo, el mercado primario de valores respecto a la liquidez del sistema financiero, para el período en análisis, mantiene una relativa importancia como fuente de financiamiento. Para el año 1988 representa casi dos tercios de la liquidez del sistema financiero para luego decrecer hasta 13.83%, como se puede apreciar en el siguiente cuadro.

Cuadro N° 14:

Importancia Relativa del Mercado Primario de Valores (Miles de Dólares)

Años	Oferta Pública Inscrita (1)	Emisiones Sector Público (2)	Emisiones Societarias (3)	Mercado Primario de Valores (4) = (1) + (2) + (3)	Liquidez del Sistema Financiero (5)	Relación Porcentual con la Liquidez
1985	27,756	199,166	441,046	667,968	2,444,304	27.33%
1986	83,763	90,787	414,859	589,409	3,497,953	16.85%
1987	29,701	111,864	141,961	283,526	1,621,837	17.48%
1988	6,674	387,920	66,594	461,188	601,382	76.69%
1989	21,189	491,930	155,060	668,179	1,751,383	38.15%
1990	9,472	143,882	134,344	287,698	2,079,919	13.83%

Fuente: Anuario CONASEV-1998

Se concluye de la información adjunta que la estructura del monto negociado por tipo de instrumentos y por tipo de segmentos reflejan el escaso desarrollo de este mercado así como su concentración, no obstante ello, podemos inferir que existe una relación directamente proporcional entre el comportamiento del Mercado de Capitales y el nivel de la economía o desarrollo de las actividades productivas en el período 1985-1990; lento crecimiento y desarrollo del mercado de capitales frente a una economía recesada y en crisis en dicho período.

Cuadro N° 15:

**Importancia Relativa del Mercado Primario de Valores
(Miles de dólares 1980 1996)**

Años	Relación Porcentual con la Liquidez (%)	
	Oferta Pública	Emisiones del Sector Público
1985	1,13	8,12
1986	2,39	2,6
1987	1,84	6,91
1988	1,11	64,51
1989	1,21	28,09
1990	0,46	6,92
1991	2,43	0,06
1992	2,33	0,05
1993	1,39	0
1994	2,89	0
1995	3,51	0
1996	4,85	0

Fuente: Anuario Estadístico CONASEV

CAPITULO III:

ANALISIS DEL EFECTO DEL CRECIMIENTO Y DESARROLLO DEL MERCADO NACIONAL DE CAPITALES SOBRE LA ACTIVIDAD ECONOMICA DEL PAIS: PERIODO 1991-2002.

3.1.- Aspectos Generales:

El programa económico aplicado a partir del segundo semestre de 1990, trata de estabilizar la economía y de realizar un conjunto de reformas estructurales para sentar las bases de un crecimiento sostenido, mediante la eliminación de distorsiones y con la participación activa de la iniciativa privada, lo que supuso la reformulación de los objetivos del Estado para limitarlos progresivamente a la provisión de obras de infraestructura y servicios de educación pública, salud, seguridad social y justicia. Con dicho programa se ha logrado consolidar las condiciones macro económicas de estabilidad para la inversión privada y recuperar la credibilidad del Perú en el mercado financiero internacional, así como el interés de los inversionistas extranjeros.

El Programa Económico que se adoptó y que se complementaba con un conjunto de acciones para obtener la pacificación del país, comprende tres aspectos complementarios (¹⁷):

- a) Reformas estructurales destinadas a aumentar la eficiencia de la economía.
- b) Estabilización basada en políticas monetarias y fiscales austeras.
- c) Reinserción en la comunidad financiera internacional.

3.2.- Rol del Estado: Las Reformas Estructurales.

- Reestructuración de la Actividad Empresarial del Estado.

¹⁷ VARGAS, Germán: El Desempeño de la Macroeconomía en 1996, Revista Actualidad Económica N° 179-Lima-Enero Febrero 1997. Perú.

La excesiva intervención del Estado en la actividad productiva y su rol distorsionador en la asignación de recursos atentó contra la estabilidad, el crecimiento económico y la reducción de la pobreza.

Ese rol del Estado, ha sido replanteado con el fin de impulsar la iniciativa del sector privado como base para un crecimiento sostenido, favoreciendo de este modo una mayor eficiencia y competitividad. Entre otras, las reformas abarcan el redimensionamiento del Estado, la liberalización del Mercado de Capitales y del sistema financiero, la eliminación de trabas al comercio exterior, la modificación del sistema previsional y la flexibilización de los mercados laboral y de tierras.⁽¹⁸⁾:

➤ **Liberalización del Mercado de Capitales.**

Se ha eliminado todo tipo de trabas a los flujos de capitales internacionales, permitiéndose la libre disponibilidad, uso y remisión de la moneda extranjera. De esta manera, se ha otorgado adecuado financiamiento a la actividad privada y se ha estimulado la inversión externa, posibilitándose además nuevos mecanismos para financiar a las empresas, tales como la colocación de bonos en el Euromercado, las transacciones de acciones locales en la Bolsa de Valores de Nueva York y la apertura de su accionariado.

3.3.- Liberalización del Sistema Financiero.

Los principales componentes de esta reforma pueden resumirse en la adopción de un esquema en el cual se amplía las operaciones de los intermediarios financieros y se facilita la obtención de economías de escala; se promueve la competencia por la apertura a la inversión extranjera en igualdad de condiciones; se desmantela las barreras a la entrada de capitales.

Así mismo, se ha reforzado la supervisión bancaria utilizándose criterios que se adecuan a los recomendados por el comité de Basilea. Así, por ejemplo, se ha adoptado las metodologías sobre constitución de respaldos patrimoniales, un límite máximo de activos ponderados por riesgo de 12.5 veces el patrimonio efectivo y los criterios de clasificación de activos según riesgo, al tiempo que se ha puesto mayor

rigor en materia de provisiones específicas de cartera.

3.4.- Reforma del Sistema de Pensiones.

Se ha establecido un sistema privado de pensiones basado en la capitalización individual, que reemplaza el sistema público de pensiones consistente en un sistema de reparto. Se espera que esta reforma fomente el ahorro interno, apoye el desarrollo del mercado doméstico de capitales y solucione el problema social que representa el reducido monto de pensiones de jubilación. En la actualidad este fondo representa el 2% del PBI (1998), estimándose que para el año 2000 esa proporción alcance alrededor del 7%.

➤ **Liberalización Del Comercio Exterior.**

Se inicia un proceso agresivo de liberalización del comercio exterior contrario al esquema proteccionista e inspirado en el modelo de sustitución de importaciones, se sostiene que una mayor apertura comercial acelera el crecimiento económico a través de nuevos cambios técnicos, asimismo, alienta a los empresarios a acceder a nuevas ideas y técnicas, incrementándose la inversión en investigación y desarrollo y finalmente amplía el tamaño del mercado a las empresas exportadoras.

➤ **Flexibilización del Mercado Laboral y de Tierras.**

La necesidad de un mercado laboral flexible es un prerrequisito para el incremento de la productividad y competitividad de nuestro país, motivo por el cual se desregula este mercado, asimismo, existe la necesidad de liberalizar el mercado de tierras especialmente por el problema generado desde el gobierno de Velasco Alvarado.

3.5.- Estabilidad Macroeconómica. Las Políticas Monetaria y Fiscal.

Junto a un marco adecuado para la iniciativa privada el programa persigue la estabilidad macroeconómica como condición para el crecimiento sostenido. Para ello se ha requerido ejecutar una política monetaria estricta y una política fiscal

¹⁸ VELARDE, Julio y Rodríguez, Martha: Lineamientos para un Programa de Estabilización de Ajuste Drástico-Docmento de Trabajo-CIUP Universidad del Pacífico: Lima-Perú: 1995

austera. Su diseño presenta modificaciones sustanciales respecto a las observadas a fines de la década pasada, asegurando su mantenimiento mediante cambios en el marco legal institucional ⁽¹⁹⁾.

- ★ Un Banco Central de Reserva autónomo.
- ★ Objetivo único del BCR, preservar la estabilidad monetaria, condición necesaria para lograr el crecimiento económico.
- ★ Para esto se dio la nueva Ley Orgánica del BCR, desde enero de 1993.
- ★ Estabilidad de precios, objetivo central de la Política Económica Monetaria. Control eficiente de la emisión primaria.
- ★ Solvencia fiscal; restrictivas políticas tributarias y de gasto.
- ★ Solvencia presupuestal y estabilidad Macroeconómica.
- ★ Gasto del gobierno, se limita a los ingresos corrientes y al financiamiento del exterior.
- ★ Estabilidad del tipo de cambio. Coordinación de las políticas fiscal y monetaria.

3.6.- Proceso de Reincorporación a la Comunidad Financiera Internacional.

- ★ Acuerdo de facilidad ampliada con el FMI.
- ★ Negociaciones con el Club de París. Reprogramación de pagos.
- ★ Acogimiento al Plan Brady.

3.7.- Análisis del Período 1991 – 2002

3.7.1.- Comportamiento de la actividad económica, indicadores macroeconómicos.

Cuadro Nº 16:

Ahorro – Inversión (Porcentaje del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ahorro Interno	12.8	12.0	12.2	16.1	16.2	16.3	18.4	17.7	18.4	17.3	16.6	16.4
Sector público	0.7	0.7	2.1	2.9	2.3	3.8	5.1	3.8	1.7	0.7	0.7	0.7
Sector privado	12.1	11.3	10.1	13.2	13.9	12.5	13.3	13.9	16.7	16.6	15.9	15.7
Ahorro externo	4.5	5.3	7.1	6.1	8.6	6.5	5.7	5.9	2.7	2.9	2.2	2.0
Inversión	17.3	17.3	19.3	22.2	24.8	22.8	24.1	23.6	21.1	20.2	18.8	18.4
Sector público	3.5	4.1	4.6	4.8	4.7	4.3	4.4	4.5	4.8	4.0	3.1	2.8
Sector privado	13.8	13.2	14.7	17.4	20.1	18.6	19.7	19.1	16.3	16.2	15.7	15.6

¹⁹ VEGA-CENTENO, Máximo: Evaluación de la Economía Peruana 1990-1996. Artículo Central-Revista Moneda-BCRP-Nº98-1997-Pags.65-69

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

El nuevo marco institucional de liberalizar la economía determina tasas positivas para el ahorro interno la misma que se recupera hasta adquirir niveles incluso superiores a los primeros años de los 70. Estas tasas son superiores al 16% del PBI desde 1994.

Reestablecer la confianza en el ahorro del sector privado es posible recién en el año 1994. Incluso luego del autogolpe promovido por Fujimori la tasa de ahorro interno del sector privado se reduce a su menor nivel (10.1%) a pesar de haber logrado reducir la tasa de inflación de 7,481.7% en 1990 a 23.7% en 1994 y a partir de 1997 tasas menores a dos dígitos.

El ahorro externo se comporta de acuerdo a la estabilidad de las políticas económicas. Se aprecia como entre los años 1986 a 1988 se incremento por la expectativa generada y la rentabilidad obtenida. En este período también se aprecia que sigue la tendencia del ciclo económico pues en el período 1993 - 1998 se incrementa y luego se reduce por el impacto de la crisis externa y el mal manejo de sus impactos.

La inversión privada crece significativamente por el estímulo del proceso de privatización y el impulso del mercado de capitales en los últimos años, especialmente por la implementación del sistema de pensiones privado. En promedio la inversión se encuentra por encima del 20%.

Cuadro Nº 17:

Balanza de Pagos (Porcentaje del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Balanza en cuenta corriente	-4.5	-5.3	-7.1	-6.1	-8.6	-6.5	-5.7	-5.9	-2.7	-2.9	-2.2	-2.0
Balanza comercial	-0.6	-1.2	-2.2	-2.4	-4.2	-3.5	-2.9	-4.3	-1.2	-0.8	-0.3	0.6
Servicios	-1.2	-1.5	-1.6	-1.1	-1.4	-1.2	-1.3	-1.2	-1.1	-1.4	-1.8	-1.7
Renta de factores	-4.0	-3.8	-4.8	-4.4	-4.6	-3.4	-3.1	-2.1	-2.2	-2.6	-2.0	-2.6
Transferencias corrientes	1.4	1.3	1.5	1.8	1.5	1.6	1.6	1.7	1.8	1.9	1.9	1.8
Cuenta financiera	-0.2	1.7	5.1	8.6	7.0	7.0	9.8	3.1	1.1	1.9	2.9	3.2
Sector privado	0.4	0.0	3.7	8.9	5.7	7.8	4.8	3.2	3.3	2.8	1.8	2.7
Sector público	-0.4	-1.1	1.0	-0.6	-0.3	-0.7	0.9	0.1	0.7	0.5	0.7	1.9
Capitales de corto plazo	-0.2	2.8	0.4	0.3	1.6	0.0	4.2	-0.1	-2.9	-1.4	0.4	-1.4

Financiamiento excepcional	4.1	4.1	2.2	3.4	2.8	1.6	-1.2	0.4	0.0	-0.1	0.0	0.0
Flujo Reservas netas del BCRP (-)	-2.3	-2.0	-1.9	6.7	1.7	3.5	2.9	-1.8	-1.5	-0.4	0.8	1.5
Errores y omisiones netos	2.9	1.4	1.7	0.8	0.5	1.3	0.0	0.5	0.0	0.7	0.2	0.2

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

La principal variación en este período, en nuestras cuentas externas, esta dada por el comportamiento positivo del sector privado, lo cual se explica por el proceso de privatización en una primera etapa y posteriormente por la inversión directa extranjera.

Asimismo, la balanza en cuenta corriente se mantiene negativa al igual que la balanza comercial. Sin embargo, cabe destacar que en este período la balanza comercial se caracteriza por un proceso de capitalización a través de la importación de bienes de capital e insumos cuyos efectos se apreciarán en el siguiente período y por una progresiva mayor participación del sector exportador no tradicional.

Un tipo de cambio flexible y limitadas intervenciones en este mercado por parte del BCRP determinan que se acumulen reservas, éstas se vuelven positivas luego del ajuste de 1990 y por las políticas mantenidas.

Cuadro Nº 18:
Sector Público No Financiero (Porcentaje del PBI)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Ahorro en cuenta corriente	0.7	0.7	2.1	2.9	2.3	3.8	5.1	3.8	1.7	0.7	0.7	0.7
Ingresos de capital	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Gasto de capital	3.8	4.9	5.3	5.9	5.5	5.0	5.1	5.0	5.0	4.1	3.3	3.0
Inversión pública	3.5	4.1	4.6	4.8	4.7	4.3	4.4	4.5	4.8	4.0	3.1	2.8
Otros gastos de capital	0.4	0.8	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2
Resultado económico	-2.9	-3.9	-3.1	-2.8	-3.2	-1.1	0.1	-1.0	-3.2	-3.3	-2.5	-2.3
Financiamiento	2.9	3.9	3.1	2.8	3.2	1.1	-0.1	1.0	3.2	3.3	2.5	2.3
Financiamiento externo	4.2	3.2	3.0	2.4	2.5	0.8	-0.4	0.4	-0.2	1.2	0.9	2.1
Financiamiento interno	-1.3	0.5	-0.4	-4.7	-1.1	-3.6	-0.6	0.1	2.7	1.3	1.0	-0.6
Privatización	0.0	0.2	0.4	5.1	1.8	3.9	0.9	0.5	0.8	0.8	0.6	0.8

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

Las políticas de ajuste implementadas, desde agosto de 1990, redujeron el déficit fiscal significativamente de una tasa de 8.7% (1990) del PBI a 2.9% (1991). Asimismo, se implementan un conjunto de medidas que buscan minimizar la influencia política en las decisiones públicas tanto en lo fiscal

como en lo monetario. En el ámbito monetario se modifica la Constitución de la República especificándose que el Banco Central de Reserva no financia al Tesoro Público. Esta es una manera de colocar una suerte de candados a la emisión inorgánica.

El financiamiento de este déficit se realiza con una política de desendeudamiento externo y la privatización de empresas públicas y activos. Ambas medidas contribuirán al fortalecimiento del mercado de capitales puesto que en el primer caso se emiten bonos para el canje de deuda y en el segundo caso se adquieren empresas vía la bolsa de valores.

En este período la tasa de inflación llega a niveles inferiores a los dos dígitos y menores al 5% así como un incremento de la recaudación tributaria superior a 12.2% del PBI.

La mayor capacidad fiscal posibilitó que la participación de los sectores sociales en el gasto total del gobierno se duplicase de 12.4% a 28.6% para el período 1990-1995, reflejando fuerte incremento en programas de alivio a la pobreza, caminos rurales y vecinales, gastos de salud y educación.

Cuadro Nº 19:
Producto Bruto Interno por Sectores Productivos (Var. %)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Agropecuario	4.0	-9.1	9.0	13.2	9.5	5.2	5.4	0.5	10.1	6.6	0.6	6.1
- Agrícola	4.4	-17.1	16.5	19.0	10.1	10.9	2.8	0.1	13.0	6.0	-2.1	6.6
- Pecuario	4.0	4.0	-3.0	6.5	9.8	1.0	7.4	1.8	6.9	-7.9	0.8	3.8
Pesca	-23.5	27.2	3.9	21.1	-13.9	-4.8	-1.8	-13.4	28.2	10.4	-11.1	6.1
Minería	2.9	0.9	10.2	12.0	4.2	5.1	9.0	3.7	13.1	2.4	9.9	12.0
- Minería metálica y no metálica	7.4	0.8	10.9	15.2	7.2	6.8	10.8	4.3	15.9	3.4	11.1	13.0
- Hidrocarburos	-11.2	1.3	7.4	-0.6	-9.5	-4.0	-2.0	-0.2	-6.9	-6.5	-2.0	0.7
Manufactura	5.4	-3.3	3.4	16.6	5.5	1.5	5.3	-3.5	-0.7	5.8	0.7	5.7
- Procesadores de recursos primarios	3.1	-1.6	7.7	15.5	-3.6	3.8	1.9	-9.9	15.9	9.1	-1.7	4.8
- Manufactura no primaria	6.0	-3.8	2.2	17.0	8.2	0.9	6.2	-1.8	-4.7	4.9	1.4	5.9
Electricidad y agua	6.1	-5.5	14.2	10.9	0.2	5.9	12.7	6.2	3.0	3.2	1.6	5.5
Construcción	0.0	2.3	17.9	36.1	17.4	-2.3	14.9	0.6	-10.5	-6.5	-6.5	7.7
Comercio	2.9	-0.9	3.0	15.9	11.1	0.9	7.8	-3.1	-1.0	3.9	0.9	3.3
Otros servicios	0.3	1.2	3.1	7.1	7.8	3.9	5.4	0.0	1.7	2.0	-0.5	4.0
Imp. Productos y Derechos de importación	3.5	3.0	4.1	15.4	13.1	0.5	8.5	0.2	-4.5	3.0	-0.5	4.0
PRODUCTO BRUTO INTERNO	2.1	-0.4	4.8	12.8	8.6	2.5	6.9	-0.7	0.9	3.0	0.2	5.0

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

El crecimiento obtenido en este período se explica por la mayor tasa de inversión privada, lo cual determinó que la inversión bruta interna, que en 1992 representó el 16.5% del PBI, alcanzara un 23.5% en 1996. La inversión privada, por su parte se incrementó de 13.2% a 18.6% en el mismo período. Esa mayor inversión ha sido financiada mediante incrementos en el ahorro interno, y en menor medida, en el externo. Así, del alza de 7 puntos porcentuales del PBI en la inversión, 5.8 puntos porcentuales han sido financiados mediante un mayor ahorro interno público y privado, que aumentó de 12% del PBI en 1992 a 17.7% en 1998. La diferencia de 1.2 puntos del PBI corresponde a un crecimiento del ahorro externo o déficit en cuenta corriente de la Balanza de Pagos.

Parte significativa de la inversión se ha orientado a financiar proyectos de inversión en sectores transables y, en particular, en actividades de exportación, especialmente en la minería. Ello explica en gran medida que el volumen de las exportaciones tradicionales haya crecido más de 70% entre 1990 y 1998 y, que el valor real de las no tradicionales se haya incrementado en aproximadamente 50%.

En cuanto a la Inversión Extranjera, ésta representó en 1995 el 3.2% del PBI y en 1998 el 5.8%, correspondiendo parte importante a la privatización de las empresas estatales. Los compromisos de inversión que de allí se derivan superan ya los US\$ 7 mil millones.

Principalmente destacan las inversiones mineras, bancarias y de servicios. El Estado ha otorgado garantía de estabilidad tributaria y del régimen cambiario. Se perfila un futuro interesante de la agroindustria.

Análisis de los Sectores:

Durante el periodo 1991 – 2002, los sectores de Agricultura obtuvieron un mejor comportamiento, sin embargo dado que el sector no es muy intensivo

en capital, no generaría un impacto significativo en la dinámica económica, por otro lado el sector pesca mejoró sustancialmente durante los años 1992 – 1994, para luego caer debido a factores naturales, dicho sector como se mencionó líneas arriba es muy dinámico en el movimiento bursátil; en el periodo 1991 – 2002, se va recuperando progresivamente el sector minero en base a ciertos logros de estabilización política y económica del país, la apertura de la economía, el crecimiento del mercado de capitales y la explotación del oro; otro de los sectores que generaría un impacto significativo es el sector electricidad la cual tuvo una recuperación, debido a las razones antes mencionadas.

Cuadro N° 20:
Demanda y Oferta Global Nominal (Millones de Nuevos Soles de 1994)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
DEMANDA GLOBAL (1+2)	<u>94,890</u>	<u>95,514</u>	<u>99,947</u>	<u>114,499</u>	<u>127,296</u>	<u>130,019</u>	<u>140,018</u>	<u>139,774</u>	<u>137,312</u>	<u>141,538</u>	<u>142,389</u>	<u>148,969</u>
1. Demanda Interna	85,091	85,287	89,402	101,909	114,008	115,553	123,656	122,499	118,718	121,458	120,938	125,899
a. Consumo privado	62,990	62,788	64,935	71,306	78,223	80,635	84,266	83,502	83,164	86,202	87,456	91,769
b. Consumo público	7,528	7,741	7,980	8,672	9,411	9,823	10,565	10,832	11,210	11,560	11,465	11,460
c. Inversión bruta interna	14,573	14,758	16,487	21,931	26,373	25,094	28,824	28,165	24,345	23,697	22,017	22,670
Inversión bruta fija	13,928	14,060	15,627	20,901	25,468	24,737	28,519	28,110	24,972	23,742	21,785	21,763
- Privada	11,062	10,619	11,610	16,162	20,581	20,130	23,348	22,789	19,315	18,979	18,095	18,129
- Pública	2,867	3,441	4,017	4,739	4,887	4,607	5,171	5,321	5,657	4,762	3,690	3,544
Variación de existencias	644	698	860	1,030	906	357	306	56	-627	-45	233	997
2. Exportaciones	9,799	10,227	10,545	12,590	13,288	14,467	16,362	17,274	18,594	20,080	21,451	23,070
OFERTA GLOBAL (3+4)	<u>94,890</u>	<u>95,514</u>	<u>99,947</u>	<u>114,499</u>	<u>127,296</u>	<u>130,019</u>	<u>140,018</u>	<u>139,774</u>	<u>137,312</u>	<u>141,538</u>	<u>142,389</u>	<u>148,969</u>
3. Producto Bruto Interno	83,760	83,401	87,375	98,577	107,064	109,760	117,294	116,522	117,587	121,057	121,317	127,407
4. Importaciones	11,130	12,113	12,573	15,922	20,232	20,259	22,724	23,251	19,724	20,481	21,072	21,561

Fuente: Cuadros Históricos – BCRP

A nivel de demanda interna cabe destacar el significativo incremento de la inversión bruta interna lo cual expresa el grado de capitalización de la economía nacional, asimismo, las exportaciones en este periodo se duplican y el déficit se reduce casi a cero respecto de las importaciones.

Este crecimiento es producto del conjunto de políticas implementadas a inicios de la década de los noventa que determinaron una reducida inflación, mayor solidez de las cuentas fiscales por un menor déficit e incremento en la recaudación, un mercado cambiario relativamente libre, tendencia a una menor dependencia externa al reducir el déficit comercial y acumulación de reservas internacionales, crecimiento del ahorro interno por acción tanto del sector público como del sector privado; consolidación del sistema privado de pensiones. Se estima que para el 2000 supere el 20% del PBI; y su canalización directa hacia las actividades productivas en calidad de préstamos bajo distintas modalidades que proporciona el Mercado de Capitales. ⁽²⁰⁾.

Este es un periodo en el cual si bien se les brindó condiciones al sector privado este no significó un enfoque específico por capitalizar al sector privado nacional, el mismo que ha sido excluido de este mayor dinamismo sea por falta de políticas explícitas o por capacidad de emprendimiento, ello se traduce en un menor número y capacidad de ventas.

3.7.2.- Comportamiento del mercado de capitales, período 1991 – 2002

La década de los 90 representa la adopción de medidas liberales, en ese sentido, se inicia un proceso de liberalización económica y una búsqueda de la reinserción del Perú dentro del Sistema Financiero Internacional, así como las nuevas expectativas permitieron soportar las presiones creadas por las reformas en comercio exterior, política cambiaria, determinación de las tasas de interés, ajustes tributarios, papel del Estado, etc.

Las reformas implementadas en esta década alcanzan al mercado de capitales, en ese sentido, se promulga el Decreto Legislativo 775, efectuada

²⁰ GONZALES IZQUIERDO, Jorge: La Economía Peruana en el Período 1990-98: Artículo: Revista Moneda N° 115-año 1999-

el 01 de noviembre de 1991. La promulgación de este Decreto forma parte de las reformas financieras implementadas en el Perú desde 1990 y estuvo dirigida hacia la liberalización y modernización del Mercado de Capitales, aunado a la libre determinación de las tasas de interés y la eliminación de restricciones en cuanto a la inversión extranjera en la banca, seguros y reaseguros, dichos

La reforma permitió al inversionista extranjero repatriar capital y ganancias. A su vez, la nueva legislación se aprobó para regular y controlar el mercado de valores, con un consecuente cambio en el marco legal para desarrollar fondos mutuos (FM), el Sistema Privado de Pensiones (SPP) y las Sociedades Agentes de Bolsa (SABs).

El Decreto Legislativo 775 apunta a normar la oferta pública de valores mobiliarios, la bolsa, los agentes de intermediación en el mercado de valores y mercados secundarios, así como los Organismos de Supervisión y Control del mercado. En este sentido, se reglamenta la oferta pública, los mercados primarios, los mercados secundarios, la emisión de bonos, los mecanismos de negociación en la bolsa y fuera de ella, así como las funciones y características de las Bolsas de Valores y fondos de garantía de las mismas.

Estas innovaciones son complementadas a partir de diciembre de 1996, en una segunda etapa, implantando un nuevo marco que ha permitido al mercado de valores, y dentro de él a la Bolsa de Valores, desempeñar con marcado éxito el papel que debe jugar en una economía más moderna: adoptando los estándares aceptados internacionalmente, perfeccionando los mecanismos de protección a los inversionistas y facilitando el desarrollo de nuevas alternativas de inversión y financiamiento.

Cuadro Nº 21: Mercado Primario de Valores 1991 – 2002

MODALIDAD DE EMISIÓN	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
I. OFERTA PÚBLICA^{1/}	81,208,000	135,533,650	156,761,966	533,140,431	815,516,000	1,545,627,100	2,728,028,250	3,202,720,500	2,764,446	4,251,206	4,693,136	4,292,816
EMISIONES INSCRITAS POR INSTRUMENTO	81,208,000	135,533,650	156,761,966	533,140,431	815,516,000	1,545,627,100	2,728,028,250	3,202,720,500	2,764,446	4,251,206	4,693,136	4,292,816
A. ACCIONES	0	965,650	5,901,966	0	0	36,580,000	60,000,000	135,000,000	0	0	0	0
B. BONOS DE MEDIANO Y LARGO PLAZO	81,208,000	134,568,000	150,860,000	533,140,431	815,516,000	1,459,047,100	2,128,028,250	3,067,720,500	1,944,838	3,137,126	2,784,576	2,179,711
B. CONVERTIBLES	0	0	0	87,720,000	0	0	0	0	0	0	0	0
B. DE ARRENDAMIENTO FINANCIERO	80,434,000	134,568,000	117,115,000	230,265,000	267,988,000	346,717,000	578,063,000	1,697,370,000	625,596	1,088,280	267,920	659,791
B. CORPORATIVOS	774,000	0	33,745,000	118,422,000	433,976,000	706,022,000	1,269,554,500	720,667,500	1015477	1,309,390	1,834,992	1,273,011
B. HIPOTECARIOS	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	105,120	0
B. SUBORDINADOS	0	0	0	96,733,431	113,552,000	406,308,100	280,410,750	591,153,000	218,718	261,600	147,168	100,000
B. DE TITULIZACIÓN	0	0	0	0	0	0	0	58,530,000	85,047	477,856	329,376	146,910
C. INSTRUMENTOS DE CORTO PLAZO	0	0	0	0	0	50,000,000	540,000,000	0	819,608	1,114,080	1,908,560	1,283,305
D. CERT. DE DEPÓSITO NEGOCIABLES	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	829,800
II. SECTOR PÚBLICO^{2/}	2,100,000	3,000,000	202,900,000	618,000,000	0	0	384,000,000	877,950,000	2,938,610	2,441,600	1,669,625	8,786,750
EMISIONES AUTORIZADAS	2,100,000	3,000,000	202,900,000	618,000,000	0	0	384,000,000	877,950,000	2,938,610	2,441,600	1,669,625	8,786,750
BONOS DEL GOBIERNO CENTRAL	0	3,000,000	202,900,000	618,000,000	0	0	384,000,000	877,950,000	2,938,610	2,441,600	1,669,625	8,786,750
BONOS DE EMPRESAS PÚBLICAS	2,100,000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
III. EMISIONES SOCIETARIAS^{3/}	354,978,600	562,339,000	1,408,606,700	3,551,412,100	2,961,271,500	1,997,801,909	3,495,120,441	3,243,473,367	0	0		
DE CAPITAL	284,308,300	478,728,000	1,149,275,400	3,129,906,400	2,643,986,800	1,552,301,597	2,708,913,383	2,591,757,172	0	0		
DE TRABAJO	70,670,300	83,611,000	259,331,300	421,505,700	317,284,700	238,085,124	408,027,921	169,372,623	0	0		
EMISIONES DEL EXTERIOR	0	0	0	0	0	207,415,188	378,179,137	482,343,572	0	0		
(I + II + III)	438,286,600	700,872,650	1,768,268,666	4,702,552,531	3,776,787,500	3,543,429,009	6,607,148,691	7,324,143,867	5,703,056	6,692,806	6,362,761	13,079,566

Nota: Los años 2001 y 2002, están expresados en miles de nuevos soles

En el cuadro se puede ver la evolución de las emisiones en el Mercado Primario de Valores, pero sobre todo la importancia que tiene la emisión de Bonos respecto a la emisión de acciones en el periodo concerniente de 1991 – 2002 y su implicancia en el desarrollo del Mercado de Capitales Peruano, las políticas implantadas por el Gobierno de Fujimori conllevaron a generar inversión a nivel de los sectores de la economía.

3.7.3.- Impacto de la política de liberalización en el mercado de capitales

De acuerdo a la oferta pública primaria del mercado de valores (cuadro N° 20) apreciamos que para este período la emisión de acciones fue nula o casi nula. Situación que no se observa con la emisión de los distintos tipos de bonos que luego del año 1994 la emisión de bonos se ajusta a un positivo ciclo económico, correspondiente a los 1993 hasta el año 1997, y las emisiones son mayores a 30, por su sensibilidad también se ven afectadas por la crisis de 1998 y se reduce este número pero no a menos de 25 por año.

Para el presente análisis tomamos como referencia el indicador oferta pública primaria en relación a la liquidez del sistema financiero y su relación con el Producto Bruto Interno (Cuadro N° 22). Observando que ambos indicadores son sensibles al ciclo económico expansivo (1993-1997), pero manteniéndose como una alternativa de financiamiento algunos años posteriores a este período pudiendo explicar su sensibilidad más a efectos políticos que económicos. En ese sentido, se puede entender el porque estos ratios se retraen para los años 2000 y 2001 producto del intento de reelección del gobernante Alberto Fujimori.

Podemos también precisar que en este período esta mayor liquidez es canalizada por el sector financiero pues realiza el mayor número de emisiones y el corporativo en menor medida.

El aporte del mercado secundario al PBI también es significativo (Cuadro N° 23), pudiendo apreciar un comportamiento distinto a los ratios antes referidos, es sumamente sensible al ciclo económico pues se pasa de

11.45% el año 1997 a 7.67% el año 1998, manteniendo la misma trayectoria hasta el año 2002. Este decrecimiento se explica por el efecto de la crisis asiática y rusa.

Asimismo, las modificaciones realizadas en 1996 al mercado de capitales permiten que las empresas peruanas por primera vez emitan en el exterior como el caso de la empresa Wiese, posteriormente el Banco de Crédito también lo hace pero previamente tuvieron que modificar su estructura organizacional y convertirse en corporaciones. En este período empiezan a participar en la principal bolsa del mundo como es la de Nueva York varias empresas peruanas, proceso que nos permite integrarnos al mundo.

Por otro lado, las AFPs empiezan a emitir títulos valores, a partir del año 1993, como parte de la política económica de dinamizar este mercado.

Si bien el efecto de la política económica implementada logra un mayor dinamismo del sector privado esto no significó la capitalización del sector privado nacional, esto se explicaría porque el proceso de ahorro inversión no permitió que los grupos empresariales nacionales participasen del proceso de privatización, el mismo que posibilitó un mercado acento extranjerizante, sin embargo, se infiere que las crisis recurrentes desfinanciaron a los grupos empresariales quienes aún al tener una presencia política importante en los gestores de este modelo no lograron posicionarse en la venta de los activos en manos del Estado antes que se interesase el sector privado extranjero.

Igualmente, el proceso de privatización expresó el desconocimiento de la gestión de instrumentos financieros que permitiesen la participación ciudadana a través del accionariado difundido por lo que fundamentalmente lo que se hizo fue fortalecer la propiedad corporativa extranjera.

3.7.3.1. Importancia Relativa del Mercado Primario

Cuadro Nº 22:

Importancia Relativa del Mercado Primario de Valores

(Miles de Dólares)

Años	Oferta Pública Inscrita (1)	Emisiones Sector Público (2)	Emisiones Societarias (3)	Mercado Primario de Valores (4) = (1) + (2) + (3)	Liquidez del Sistema Financiero (5)	Relación Porcentual con la Liquidez	PBI	Relación con el PBI
1991	104,920	2,713	458,629	566,262	4,319,733	13.11%	34,478,036	1.64
1992	108,775	2,408	451,315	562,498	4,665,851	12.06%	36,077,849	1.56
1993	78,973	102,217	709,626	890,816	5,685,847	15.67%	34,892,695	2.55
1994	243,110	281,806	1,619,431	2,144,347	8,400,734	25.53%	44,930,264	4.77
1995	362,130	0	1,314,952	1,677,082	10,318,397	16.25%	53,679,957	3.12
1996	631,126	0	815,762	1,446,888	12,982,706	11.14%	55,959,289	2.59
1997	1,025,382	144,334	1,313,708	2,483,424	15,013,563	16.54%	59,217,350	4.19
1998	1,094,386	300,000	1,108,311	2,502,697	14,625,635	17.11%	56,823,118	4.40
1999	817,496	869,000	1,052,192	2,738,688	15,790,454	17.34%	51,581,906	5.31
000	1,218,809	700,000	459,201	2,378,010	15,944,784	14.91%	53,367,606	4.46
2001	1,339,365	476,491	233,561	2,049,417	16,911,849	12.12%	53,996,041	3.80
2002	1,215,898	2,135,207	-143,835	3,207,270	18,652,100	17.20%	57,082,039	5.62

3.7.3.2. Importancia Relativa del Mercado Secundario

Cuadro Nº 23

AÑOS	MERCADO SECUNDARIO					PBI	RELACIÓN CON EL PBI
	MERCADO BURSÁTIL	MESA DE NEGOCIACIÓN	EXTRABURSÁTIL INSCRITOS EN RUEDA	RESTO DEL MERCADO EXTRA BURSÁTIL	TOTAL MERCADO SECUNDARIO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)=(1)+(2)+(3)+(4)	(6)	1/6
1 991	227,509	401,897	--	149,195	778,601	34,478,036	0.66
1 992	556,696	189,121	--	102,372	848,189	36,077,849	1.54
1 993	1,933,399	90,340	--	31,577	2,055,316	34,892,695	5.54
1 994	3,747,360	370,048	--	54,690	4,172,098	44,930,264	8.34
1995	4,782,350	528,430	255,060	127,000	5,692,840	53,679,957	8.91
1996	5,066,440	3,428,050	505,416	317,088	9,316,994	55,959,289	9.05
1997	6,778,970	5,352,340	291,135	283,903	12,706,348	59,217,350	11.45
1998	4,356,110	3,377,869	678,004	438,845	8,850,827	56,823,118	7.67
1999	3,449,950	1,248,444	241,959	393,227	5,333,581	51,581,906	6.69
2000	3,593,756	--	572,136	185,384	4,351,276	53,367,606	6.73
2001	3,010,789	--	263,376	187,781	3,461,946	53,996,041	5.58
2002	2,842,626	--	1,002,348	223,420	4,068,394	57,082,039	4.98

Importancia relativa del mercado secundario de valores respecto al Producto Bruto Interno 1991-2002

AÑOS	MERCADO SECUNDARIO (Miles de dólares)				PBI	RELACIÓN CON EL PBI (%)
	MERCADO BURSÁTIL	EXTRABURSÁTIL INSCRITOS EN RUEDA	RESTO DEL MERCADO EXTRABURSÁTIL	TOTAL MERCADO SECUNDARIO		
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	4/5
1 991	227,509	--	149,195	778,601	34,478,036	2.26
1 992	556,696	--	102,372	848,189	36,077,849	2.35
1 993	1,933,399	--	31,577	2,055,316	34,892,695	5.89
1 994	3,747,360	--	54,690	4,172,098	44,930,264	9.29
1995	4,782,350	255,060	127,000	5,692,840	53,679,957	10.61
1996	5,066,440	505,416	317,088	9,316,994	55,959,289	16.65
1997	6,778,970	291,135	283,903	12,706,348	59,217,350	21.46
1998	4,356,110	678,004	438,845	8,850,827	56,823,118	15.58
1999	3,449,950	241,959	393,227	5,333,581	51,581,906	10.34
2000	3,593,756	572,136	185,384	4,351,276	53,367,606	8.15
2001	3,010,789	263,376	187,781	3,461,946	53,996,041	6.41
2002	2,842,626	1,002,348	223,420	4,068,394	57,082,039	7.13

Fuente: Anuario Estadístico CONASEV. Varios años

Conclusiones

Período 1985- 1990

- 1) En este periodo los sectores económico – productivos no han sido muy relevantes en su desarrollo, pues las políticas económicas estuvieron diseñadas para reactivar una estructura económica basada en sectores escasamente dinámicos y de baja intensidad de capital, consecuentemente el aporte del mercado de capitales fue mínimo.
- 2) Este aporte se vio minimizado además por la abierta confrontación suscitada entre el gobernante de turno y los empresarios, quiénes no respondieron a las expectativas gubernamentales respecto al un conjunto de instrumentos que posibilitaban su desarrollo, por ende, el del país.
- 3) En dicho periodo se puede apreciar que el sistema financiero peruano era poco profundo y se centraba alrededor de la banca comercial y de diversas instituciones públicas de banca de desarrollo que atendían sectores económicos específicos, por lo que no era muy relevante en márgenes de rentabilidad financiera e incentivo para nuevos inversionistas, lo que conllevó a un bajo nivel de la actividad económica.
- 4) Si bien es cierto que el sistema financiero peruano durante el periodo de estudio ha sido comparativamente pequeño, respecto a otras bolsas del mundo, lo cual conllevó que el nivel de competencia no sea relevante, el crecimiento del Mercado de Valores continuó creciendo a pasos lentos.
- 5) En este período nuestra hipótesis se ve confirmada pues el desempeño del mercado de capitales depende de la eficiencia de la política económica para promover el crecimiento y por la limitación de factores socio políticos.

Período 1991-2002

- 6) A mediados de la década de 1990 se implementan un conjunto de reformas estructurales que liberalizaban la economía pero desde 1991 son las reformas al sector financiero y en particular las medidas aplicadas en torno al Mercado De Valores que posibilitaron que la economía peruana se inserte en un marco más amplio de opciones de financiamiento.
- 7) Este período contiene un marco institucional promotor del sector privado y del mercado de valores. Existe una ley de banca, de mercado de valores; se promueve la presencia de inversionistas institucionales (fondos mutuos, AFPs), mayor diversidad de instrumentos financieros, mayor apertura patrimonial por nuevas formas de organización empresarial como las corporaciones. También se permite que los organismos de fomento puedan participar en el mercado de valores. Todo este conjunto de medidas determinó que el peso del mercado primario evolucione desde 1.64% del PBI en 1991 hasta 5.62% del PBI en el año 2002 y el aporte del mercado secundario se incrementa desde 1991 hasta 1997 de 0.66% del PBI a 11.45% del PBI y luego decrezca por la crisis asiática y rusa hasta 4.98% en el año 2002.
- 8) Las crisis suscitadas en 1998 y 1999 no permiten consolidar las reformas implementadas agudizándose este período por los problemas políticos producto de la reelección del presidente Fujimori y de denuncias de severos indicios de corrupción. Esta crisis se caracteriza por la salida de los capitales de corto plazo, reducción de la inversión extranjera impactando en el mercado de capitales y en el sector financiero que emplea líneas de crédito del exterior. Asimismo, el sector exportador se vio afectado por esta crisis, a pesar de haber evidenciado la duplicación del nivel de exportaciones de inicios de los noventa.
- 9) Las innovaciones mas relevantes en este período son el inicio de las operaciones de las AFPs y la integración al mundo financiero a partir del acceso del sector privado nacional al mercado internacional de capitales a través de la emisión de valores en la Bolsa de Nueva York, con lo cual diversifican su fuente de financiamiento y accede a un financiamiento mas barato.
- 10) Si bien el mercado secundario se ha dinamizado en mayor medida que el primario, observamos que este último tiene una marcada incidencia en la emisión de bonos antes que de acciones, con lo cual aun no se logra una mayor apertura patrimonial de las empresas peruanas.

- 11) Cabe destacar que el principal efecto de la política económica implementada fue el de lograr un mayor dinamismo del sector privado, sin embargo, esto no significó la capitalización del sector privado nacional, esto se explicaría porque el proceso de ahorro-inversión no permitió que los grupos empresariales nacionales participasen del proceso de privatización, el mismo que posibilitó un marcado acento extranjerizante, sin embargo, se infiere que las crisis recurrentes desfinanciaron a los grupos empresariales quiénes aún al tener una presencia política importante en los gestores de este modelo no lograron posicionarse en la venta de los activos en manos del Estado antes que se interesase el sector privado extranjero.
- 12) Este resultado puede ser producto que el proceso de privatización o expresó el desconocimiento de la gestión de instrumentos financieros que permitiesen la participación ciudadana a través del accionariado difundido o simplemente se tuvo por objetivo el fortalecimiento de la propiedad corporativa extranjera a través de la simple transferencia de activos.
- 13) La política económica en este periodo ha sido eficiente en la asignación de los recursos económicos, no obstante ello, no se puede concluir que haya significado la capitalización de sus agentes económicos nacionales, existiendo un conjunto de razones que no competen al estudio se análisis pero si su observación en tanto equidad y efectos redistributivos.
- 14) Este período confirma que una política económica promotora del sector privado y del mercado de capitales determina un aporte significativo al crecimiento sostenido de la actividad económica, confirmando nuestra hipótesis.
- 15) Se puede concluir que en el caso peruano existe una relación directa entre el comportamiento del Mercado de Capitales y el rendimiento o comportamiento de la actividad económica. Encontrando correlación entre una economía en crisis y recesada como la del período 1985-90; con un Mercado de Capitales pequeño ó reducido y sin dinamismo. Asimismo, producto de una política económica promotora del sector privado se obtiene un mayor dinamismo y crecimiento de la actividad económica del país; consecuentemente una mayor dinámica y desarrollo del Mercado Nacional de Capitales, como la observada en el período 1991-2002.

RECOMENDACIONES

1. Que se deben mantener las condiciones de equilibrio macroeconómico y de crecimiento de la actividad económica del país, debido a que la estabilidad económica y política tienen una incidencia directa en el crecimiento y desarrollo sostenido del Mercado de Capitales.
2. Que se deben mantener estables las reglas de juego legales sobre el Mercado de Capitales, tratando de perfeccionar los mecanismos; a fin de generar estabilidad y seguridad jurídica.
3. Desarrollar una mayor cultura bursátil en los agentes económicos nacionales para equilibrar la participación del capital nacional con el extranjero en las actividades económicas.
4. Se debe incluir en los programas académicos, en todos los niveles del sistema educativo, desde el colegio y en las universidades, la enseñanza del Mercado de Capitales, con el fin de desarrollar una cultura bursátil desarrollada.
5. El Gobierno y el Sector Privado deben impulsar con políticas y acciones la permanente modernización y eficiencia del Mercado de Capitales; como un importante instrumento y mecanismo de Política Económica para el crecimiento y Desarrollo del País.

BIBLIOGRAFÍA

- 1.- ALVARADO HIDALGO, Jesús: Dinámica de la Bolsa de Valores de Lima.UNMSM.Edit.Lima-Perú-1997.
- 2.- BOLOÑA BEHR, Carlos: Cambio de Rumbo- 6ta. Edición 1995-Edit. e Imp. Vargas S.A. Lima - Perú.
- 3.- BID: Informe Económico 1992.
- 4.- BOLSA DE VALORES DE LIMA: Anuarios varios. Lima Perú.
- 5.- CAMPODÓNICO, Humberto: América Latina y los Mercados de Capital-Artículo: Revista Actualidad Económica del Perú N° 163-Abril 1995.
- 6.- CASTELLARES, Rolando y Otros: El ABC del Mercado de Capitales-Centro de Estudios de Mercado de Capitales y Financiero-Lima-Perú: 1998.
- 7.- CONASEV: Ley del Mercado de Valores-Decreto Legislativo N° 861-Lima-Perú 1996.
- 8.- CONASEV: Anuario Estadísticos. Varios números-Lima-Perú.
- 9.- DE LA CUBA, Mauricio y SOTO CROVETTO, Consuelo: Consideraciones Generales de Política Económica para el 2000-Proyecciones: artículo Revista Actualidad Económica N° 198-Año 1999-Julio-Agosto. Lima-Perú.
- 10.- DE LA MELENA, Germán: Los Recursos Financieros-Mercado de Valores. Boletín Mensual del BCRP-Febrero 1984-Lima-Perú.
- 11.- EL COMERCIO, Periódico: Bloque Economía y Negocios. Pag. 819-Lima Perú-3-11-1998.
- 12.- GONZALES, Efraín; SAMAMÉ, L: El Péndulo Peruano. Pag. 34-IEP-Lima-Perú: 1990.

- 13.- GONZALES, Joaquín: Los Mercados de Capitales y la Captación del Ahorro Interno- Documento N° 9-Pag. 5-1984-Seminario sobre Instrumentos Financieros y Mecanismos para la Captación y Movilización del Ahorro Interno en los Mercados de Capital-Lima-Febrero de 1984.
- 14.- GONZALEZ IZQUIERDO, Jorge: La Economía Peruana en el Período 1990-98: Artículo-Revista Moneda N° 115-Año 1999. BCRP-Lima-Perú.
- 15.- IGUÍÑIZ, Javier; BASAY, Rosario; RUBIO, Mónica: Los Ajustes: Perú 1975-1992. Fundación Friedrich Ebert-Pág. 1994-Lima-Perú.
- 16.- INEI: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales-Perú: Compendio Estadístico 1998-99.
- 17.- KYBAL, Bosch: Análisis de los Mercados Latinoamericanos de capitales. Ed. CEMLA-México 1989.
- 18.- LAVADO MONTES, Hugo: Nuevos Instrumentos Financieros para el Mercado de Valores Peruano:-convenio-USAIS-Gobierno Peruano-Lima-Perú-1994.
- 19.- LEVINE, Ross: Los Mercados de Valores, estímulo al crecimiento económico- Revista Finanzas y Desarrollo-Marzo 1996. Reformas de los Sistemas Bancarios y Monetarios.
- 20.- LOPEZ ALIAGA, Rafael: Banca de Inversión en el Perú-Publicaciones Universidad de Piura-Perú 1996.
- 21.- LUQUE OTERO, José Carlos: El Mercado de Capitales como Instrumento de Política Económica: Necesidades de cambios. Su implementación legal.- Taller de Investigación. Separata-Pág. 2-Enero 1987.
- 22.- RAMOS G. Francisco: El Mercado de Capitales ante la Crisis Económica - Documento N° 11-Pag. 7.Seminario sobre Instrumentos Financieros y Mecanismos para la Captación y Movilización del Ahorro Interno en los Mercados de Capitales-

Ciudad de Lima-Febrero de 1984.

- 23.- RIVAS GÓMEZ, Víctor: El Mercado Nacional de Capitales. Arita E.I.R.L.Edit. Lima-Perú 1996.
- 24.- SOLANO MORALES, Enrique: Los Instrumentos Existentes y Nuevas Alternativas. XI Taller de Investigación sobre el Mercado de Capitales como instrumento de la Política Económica-Pag.1-Enero de 1987.
- 25.- TORRES CUZCANO, Víctor: Financiamiento Internacional: Nuevas Tendencias de la Inversión Extranjera Directa en el Perú 1990-1997. CEDAL. Lima-Perú 1998.
- 26.- VARGAS, Germán: El Desempeño de la Macroeconomía en 1996. Revista Actualidad Económica N° 179-Lima Perú. Enero-Febrero de 1997.
- 27.- VEGA CENTENO, Máximo: Evaluación de la Economía Peruana 1990-96-Artículo Central-Revista Moneda BCRP-N° 98 -1997.
- 28.- VELARDE, Julio y RODRÍGUEZ, Martha: Lineamiento para un Programa de Estabilización de ajuste Drástico. Documento de Trabajo. CIUP-Universidad del Pacífico. Lima-Perú: 1995.