

Evolución de los spreads por préstamos del exterior a las empresas: El caso peruano: 1992 - 1997

Por: *Miguel Cruz y Patricia Tovar*^{1/}

La reintegración de la economía nacional al ámbito de la comunidad financiera internacional ha constituido uno de los principales logros de la política del actual gobierno. Ello ha sido en gran parte resultado de un mayor esfuerzo interno, producto del reordenamiento de la economía, la liberalización del comercio exterior, el libre flujo de capitales y la desregulación en general. Estas tareas necesarias apuntan hacia la estabilidad económica en el largo plazo. En este contexto, el factor *riesgo-país* debería mostrar una evolución acorde con los avances conseguidos.

Para muchos está claro que dicho factor de riesgo ha disminuido en los últimos siete años. No obstante, las discrepancias surgen al momento de definir su nivel en el tiempo, es decir, la 'senda' de su evolución. Como ejemplo, tenemos la cuestionada calificación de riesgo asignada a nuestro país por una institución extranjera después del cierre del Plan Brady. Sin embargo, es igualmente importante y útil conocer desde la perspectiva de los proveedores de fondos externos cuál ha sido la disminución de dicho riesgo, el mismo que es recogido de manera explícita por el *spread* aplicado a los préstamos otorgados al país.

En el presente estudio se pretende precisar qué tan cierta ha sido dicha reducción, y de ser así, cuánto ha sido el beneficio para nuestra economía, y si el mismo se ha distribuido por igual a todos los demandantes de fondos externos. Creemos que la falta de algunas condiciones requeridas para establecer un modelo econométrico

específico, tales como la continuidad de los préstamos por empresa o el lapso apropiado cubierto por los datos, no obvia el aporte del presente trabajo a través del análisis de los mismos préstamos, pues la información con que se cuenta incluye, además del tipo de interés y el *spread* aplicados, una diversidad de variables asociadas como la empresa prestataria, la fuente de financiamiento externo y el plazo de repago, entre otras, que han permitido caracterizar convenientemente la evolución de la variable principal: el *spread* financiero sobre los préstamos externos.

I. Conceptos básicos y definición de variables del financiamiento externo

El concepto de financiamiento externo involucra básicamente la entrega de bienes y dinero en efectivo, con pago diferido, como las operaciones de refinanciación. Dicho financiamiento considera normalmente un costo, expresado en la tasa nominal de interés, aunque en el caso de proveedores dicha tasa puede no existir o encontrarse implícita en el precio. El ámbito del presente trabajo lo constituyen los préstamos externos recibidos por las empresas del país, públicas y privadas, que han efectuado el registro de sus operaciones en el BCRP^{2/} (Gerencia de Operaciones Internacionales). A continuación se presentan los principales conceptos, clasificaciones y variables empleados.

1/ Departamento de Balanza de Pagos. Las opiniones vertidas este artículo no necesariamente representan la opinión del BCRP.

2/ Dicho registro de carácter estadístico es realizado a través de las instituciones bancarias locales.

Préstamos según plazo

Los préstamos suelen ser clasificados como de corto y largo plazo, según el plazo original previsto para su repago. Si el mismo se extiende hasta un año, el préstamo será considerado como de corto plazo y si excede del año como de largo plazo. Sin embargo, dentro del corto plazo existen también subcategorías típicas: a 30 días, a 60 días, etc.

Préstamos según uso o destino

Se distinguen los préstamos para capital de trabajo, exportaciones e importaciones.

Préstamos por tipo de empresa receptora

Al respecto, se ha creído conveniente agrupar los créditos según el tipo de empresa receptora. De este modo tenemos:

- a) **Empresas exportadoras:** Seleccionadas en función de su participación en el nivel total de exportaciones.
- b) **Empresas bancarias:** Para los créditos otorgados directamente a la banca local.
- c) **Empresas de inversión extranjera:** En función del nivel de participación extranjera.
- d) **Agrupación por Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU):** Grupos por tipo de actividad económica.

Préstamos según fuente

Este punto es importante, por las implicancias en el costo del financiamiento. Al respecto, se ha convenido en clasificar los créditos como sigue:

- a) **Proveedores:** Es el crédito que otorga la empresa exportadora al importador local. Cabe señalar que la empresa exportadora puede solicitar un seguro

de crédito a la exportación a través de las agencias financieras especializadas de su gobierno. En este caso, la clasificación corresponderá a la categoría de Agencias y Gobiernos.

- b) **Banca comercial:** Usualmente a través de las líneas de crédito establecidas entre el banco del exterior y el prestatario, actuando la República del Perú o los bancos locales como garantes o avalistas. En otros casos, el banco del exterior concede el financiamiento en forma directa al banco local, quien actúa como prestatario pudiendo a su vez colocar dichos recursos internamente.
- c) **Organismos internacionales:** Agrupa a organismos multilaterales como la Corporación Andina de Fomento (CAF), el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- d) **Otras instituciones financieras:** Entidades no bancarias, algunas veces derivadas de organismos internacionales, tal como la Corporación Interamericana de Financiamiento (CFI).
- e) **Agencias y gobiernos:** Entidades estatales del exterior y otros organismos especiales. En principio otorgan financiamiento de montos relativamente elevados, aunque su gestión es más lenta.

Préstamos según responsabilidad bancaria

El préstamo externo recibido por una empresa residente puede contar con el aval de una entidad bancaria local. Por ejemplo, las operaciones de importación realizadas con cartas de crédito implican la responsabilidad del banco local (emisor de la carta de crédito) en el pago de la mercadería al exportador o vendedor extranjero (beneficiario de la carta de crédito).

De otro lado, existen operaciones de financiamiento, como las de proveedores, en donde puede no existir la garantía de un banco intermediario. A estas operaciones

se les conoce comúnmente como cobranzas, las cuales pueden ser canalizadas a través del sistema bancario local, aunque sin su responsabilidad. Conviene señalar que en las operaciones de este tipo, cuando se trata de proveedores, la tasa de interés explícita es normalmente más baja que en otros tipos de financiamiento.

Tipo de tasa

Prime: Tasa de interés bancaria activa por préstamos a clientes preferenciales de los Estados Unidos de América. Es una tasa estandarizada por las propias fuerzas del mercado y sirve de referencia para el costo del crédito. Se le considera una tasa variable.

LIBOR: London Interbank Offered Rate, tasa de interés que se cobra en las operaciones de crédito interbancario de Londres. Se le considera una tasa variable.

Fija: Tasa de interés nominal que se mantiene fija en el plazo acordado para un préstamo.

Conviene señalar la importancia de la distinción de los tipos de tasa, pues de ellas se puede derivar un mayor o menor ‘costo base’ (implícito en el caso de la tasa fija) para los créditos del exterior al cual se agrega el *spread*.

Así, sin tomar en cuenta el *spread*, normalmente los créditos que no proceden del euromercado serán más costosos. En el extremo, el mayor costo del dinero en el mercado doméstico de los Estados Unidos de América, por ejemplo, contrasta con el menor costo de los recursos procedentes de los ‘paraísos fiscales’, es decir, de aquellas regiones en donde las comisiones, intereses, impuestos o aranceles a pagar al gobierno son comparativamente menores.

El *spread*

Es el porcentaje adicional sobre la tasa base cobrado por los bancos por los créditos que conceden, y que incluye básicamente la utilidad propia y comisiones, más la prima por riesgo. Para el caso peruano, fuentes de la banca privada estiman que el riesgo explica en promedio el 75 por ciento del *spread* aplicado a los préstamos de fuentes externas.

Tabla resumen de variables

A continuación se muestra la Tabla 1, que incluye la relación integral de variables que serán analizadas posteriormente, a través de la presentación de cuadros y gráficos que expliciten convenientemente el análisis y las relaciones entre las variables empleadas.

VARIABLE	OPCIONES			
1. Tipo de tasa base	a. LIBOR	b. Prime	c. Fija	d. Ponderada
2. Destino de los créditos	a. Exportaciones b. Capital de trabajo c. Importaciones			
3. Tipo de préstamo	a. Con responsabilidad bancaria b. Sin responsabilidad bancaria			
4. Plazo de pago	a. Corto plazo		b. Largo plazo	
5. Préstamos según sector empresarial	a. Privado b. Público			
6. Fuente de financiamiento	a. Banca comercial b. Proveedores c. Organismos financieros internacionales d. Otras instituciones financieras internacionales e. Agencias y gobiernos.			
7. Según actividad económica	a. Según relación.			
8. Según vinculación con el exterior	a. Exportadoras b. Empresas de inversión extranjera			

II. Objetivos, hipótesis de trabajo y marco conceptual

Objetivos

En el presente estudio se pretende:

- 1) Explicar cuál ha sido la evolución de los *spreads* por préstamos externos y cómo ha variado la composición de los créditos según su tasa base de referencia.

De comprobarse la reducción de los *spreads*, en qué medida la economía nacional se ha beneficiado con ella.

Asimismo, de haberse operado un cambio en la composición de los créditos según la tasa base de referencia, en qué medida ello ha sido beneficioso para la economía nacional.

Finalmente, cuánto ha sido el beneficio conjunto de ambos efectos.

- 2) Mostrar dónde se encuentran las mayores diferencias entre las empresas locales receptoras de fondos externos que sugieran una explicación de la dispersión de los *spreads*.

Hipótesis principales

A continuación señalamos las principales hipótesis de trabajo a ser contrastadas con el análisis de la información.

Hipótesis 1

El *spread* externo promedio para la economía en el período 1992-1997 es decreciente. Además, ha ocurrido una recomposición de los préstamos, de tasa Prime a LIBOR y tasa fija, lo cual refleja un mayor acceso a los mercados de capitales. De este modo, el beneficio por un menor pago de intereses llega por dos vías: la reducción del *spread* propiamente dicha y la menor tasa base aplicada.

Hipótesis 2

El *spread* externo se relaciona, por lo general, de manera directa con el plazo del crédito obtenido. La diferencia relativa entre los *spreads* de corto plazo y largo plazo ha disminuido en los últimos años.

Hipótesis 3

Los *spreads* aplicados a las empresas públicas han sido por lo general mayores que aquellos aplicados a las empresas privadas.

Hipótesis 4

Los *spreads* por créditos con responsabilidad bancaria son menores que los aplicados a créditos sin responsabilidad bancaria.

Hipótesis 5

Los *spreads* son menores para el caso de las empresas de mayor vínculo con el exterior, expresado en la tradición exportadora o en la participación del capital extranjero (inversión extranjera).

Marco conceptual

Con base en J. Fred Weston & Eugene F. Brigham ('Fundamentos de Administración Financiera', décima edición), los principales determinantes de la tasa de interés nominal (T_n) son:

- Tr: la tasa de interés real libre de riesgo (en relación directa), más las primas por:
- I: la inflación (en relación directa),
- Ri: el grado de riesgo de incumplimiento, es decir, falta de pago del principal y/o los intereses (en relación directa),
- Rv: el grado de riesgo de vencimiento, referido a la posibilidad de una variación de los precios del título-valor (en relación directa) y
- L: el nivel de comerciabilidad o liquidez de dicho título-valor (en relación inversa), que en este caso resulta poco relevante, en la medida de que no se está efectuando comparaciones de estructura de portafolio.

Entonces,

$$(1) \quad T_n = T_r + I + R_i + R_v + L$$

o (1a) $T_n = F(T_r, I, R_i, R_v, L)$

Sin embargo, en la medida de que el marco de análisis lo constituyen los préstamos del exterior que reciben las empresas del país y como el punto es fijar la línea a partir de la cual mediremos el riesgo, redefinimos la fórmula (1) con base en los elementos de información con que se cuenta para el presente estudio. Así, las variables referidas más arriba pueden agregarse de la siguiente manera:

$$(2) \quad T_b = T_r + I$$

$$(3) \quad R_p + R_e = R_i + R_v + L, \text{ donde:}$$

Tb: es la tasa base sobre la cual se agregan los factores de riesgo,

Rp: es el componente de la tasa nominal imputable al factor riesgo-país.

Re: es el componente de la tasa nominal imputable al factor riesgo-empresa.

Tanto Rp cuanto Re recogen elementos de las variables Ri, Rv y L. Creemos que para el período bajo análisis existe consenso en que las variaciones de los *spreads*, por lo general, estarán más explicadas por la variable Rp (riesgo-país). Sin embargo, debe aclararse que ello no significa que el nivel del *spread* no esté influenciado por el nivel de Re. Por su parte, creemos que la variable Rv (riesgo de vencimiento o precio) estará ligada fundamentalmente con Rp (riesgo-país).

A cada préstamo se asocia una tasa base, como LIBOR o Prime, sobre la cual se carga explícitamente el *spread* (p.ej., LIBOR más 3 por ciento, Prime más 2 por ciento). Cuando la tasa es fija, el *spread* se encuentra implícito en ella (p.ej., en el 10 por ciento aplicado a un préstamo de 100 mil dólares se incluye un *spread*, el cual estimaremos indirectamente, tal como se explica más adelante). Así, la línea a partir de la cual mediremos el riesgo es la 'tasa base', LIBOR o Prime, o aquella implícita en la tasa fija.

Tomando en cuenta las ecuaciones (1), (2) y (3) y haciendo las sustituciones necesarias tenemos:

$$(4) \quad T_n = T_b + R_p + R_e$$

$$(5) \quad T_n - T_b = R_p + R_e$$

$$(6) \quad S = R_p + R_e, \text{ donde } S \text{ es el } \textit{spread} \text{ por préstamos externos.}$$

La finalidad de las relaciones hasta aquí desarrolladas es fijar los conceptos que son la base del presente trabajo. Pensamos que para el análisis a realizar no es determinante, si no se tiene la información óptima, calcular con exactitud la tasa real libre de riesgo y de inflación esperada, sobre las cuales se suman los conceptos de riesgo puro, sino más bien, por analogía a un marco teórico formal, fijar un punto de referencia válido expresado en las tasas base como son la LIBOR ó Prime y sobre las cuales mediremos el efecto riesgo. Lo anterior equivale a decir que las variaciones del *spread* sobre préstamos externos se explican más por los cambios de los factores de riesgo que por las variaciones de la tasa real libre de riesgo (o mejor dicho, utilidad o beneficio del prestamista, entre otros), lo cual en principio nos parece razonable.

III. Características de los créditos del exterior

Según tasa

Como puede apreciarse en el Cuadro 1, se ha operado un importante cambio en la estructura de los desembolsos según la tasa a la que son contratados. En 1992, el 31 por ciento de los préstamos se concertaron bajo la tasa base Prime, porcentaje que ha venido disminuyendo aceleradamente para representar, en 1997, tan sólo el 4,3 por ciento del total de préstamos.

En contraparte, el incremento de los préstamos a tasa LIBOR, según se observa en el Cuadro 1, ha cubierto no sólo la menor participación de la tasa Prime sino también la menor participación de los créditos a tasa

Cuadro 1 PRÉSTAMOS SEGÚN TASA BASE (Miles de US dólares)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. PRIME	956 477	863 992	685 455	332 598	229 025	170 356
2. LIBOR	634 515	617 995	1 229 316	1 968 732	2 905 253	2 155 480
3. FIJA	1 470 935	1 785 074	1 612 539	2 107 129	2 857 167	1 648 803
TOTAL	3 061 927	3 267 061	3 527 310	4 408 459	5 991 445	3 974 639

(*) Comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 1A PRÉSTAMOS SEGÚN TASA BASE (Estructura porcentual)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. PRIME	31,2	26,4	19,4	7,5	3,8	4,3
2. LIBOR	20,7	18,9	34,9	44,7	48,5	54,2
3. FIJA	48,0	54,6	45,7	47,8	47,7	41,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) Comprende los meses de enero-julio.

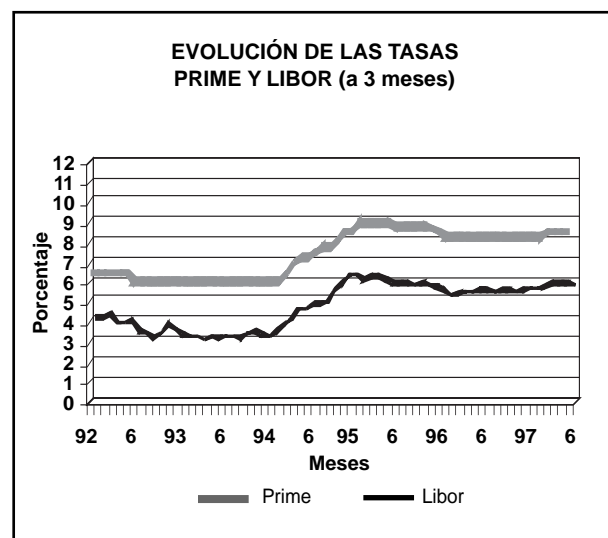
Fija. Así, en 1997 (enero-julio), los préstamos concertados sobre tasa LIBOR y Fija significaron el 54,2 y 41,5 por ciento de las concertaciones totales, respectivamente.

La importancia del cambio de estructura a favor de la tasa LIBOR es obvia: significa un menor costo de los créditos recibidos del exterior por la menor tasa base contratada, como puede verse en el gráfico siguiente, lo cual favorece la competitividad de las empresas. Lo anterior refleja el mayor acceso de las empresas locales a los capitales del euromercado y se postula que ello es uno de los resultados del menor riesgo-país. Por tanto, la mayor participación de la tasa LIBOR deberá asociarse con la reducción de los *spreads*.

De otra parte, no debe perderse de vista el volumen de concertaciones, el que ha pasado de US\$ 3 061 millones en 1992 a US\$ 6 800 millones (valor anual estimado para 1997, al ritmo de enero-julio), con un crecimiento de más del 100 por ciento lo cual grafica, por cierto, el fortalecimiento de los lazos de la economía con la comunidad financiera internacional.

Según plazo

De acuerdo con lo señalado en el Cuadro 2, es notoria la mayor participación de los créditos de corto plazo. Sin embargo, debe destacarse el crecimiento de la participación de los créditos de largo plazo en 1997, los que llegaron a cerca de 19 por ciento, el porcentaje más alto del período en estudio (Cuadro 2A).



Cuadro 2 PRÉSTAMOS SEGÚN PLAZO (Miles de US dólares)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. CORTO PLAZO	2 859 868	3 085 946	3 103 958	3 960 087	5 535 995	3 226 657
- Privado	2 598 711	2 792 541	2 913 380	3 717 377	5 149 150	3 127 505
- Público	261 157	293 405	190 578	242 710	386 845	99 152
2. LARGO PLAZO	202 060	181 116	423 352	448 373	455 449	747 983
- Privado	167 060	181 116	423 352	448 126	455 449	747 983
- Público	35 000	-	-	247	-	-
TOTAL	3 061 928	3 267 062	3 527 310	4 408 460	5 991 444	3 974 640

(*) El año 1997 comprende los meses enero-julio.

Cuadro 2A PRÉSTAMOS SEGÚN PLAZO (Estructura porcentual)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. CORTO PLAZO	93,4	94,5	88,0	89,8	92,4	81,2
- Privado	90,9	90,5	93,9	93,9	93,0	96,9
- Público	9,1	9,5	6,1	6,1	7,0	3,1
2. LARGO PLAZO	6,6	5,5	12,0	10,2	7,6	18,8
- Privado	82,7	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0
- Público	17,3	-	-	0,1	-	-
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses enero-julio.

Al respecto, conviene mencionar que el gran incremento de los préstamos a largo plazo observado en 1997 viene asociado con tasas de interés más competitivas, en tanto que las empresas involucradas corresponden a variados sectores de la actividad económica, tales como la bancaria, la industrial (elaboración de cerveza) y la minera (extracción de cobre). Asimismo, una parte de este endeudamiento ha servido para la sustitución de deudas de corto plazo por otras de mayor plazo y a menores tasas de interés. Aunque la proporción sigue siendo menor en comparación con los préstamos de corto plazo, existe una asociación entre los menores *spreads* y los mayores plazos de financiamiento.

Se puede observar en el Cuadro 2A que, excepto para 1992, prácticamente la totalidad de préstamos de largo plazo corresponden al sector privado, de tal forma que las empresas públicas estarían participando sólo con préstamos de corto plazo.

Según sector empresarial

Los cuadros 3 y 3A nos muestran los préstamos por sector, resaltando la participación mayoritaria de los créditos a las empresas privadas, los que han pasado de 90 por ciento en 1992 a 98 por ciento en el año 1997. La disminución de la participación de las empresas públicas se asocia naturalmente con el proceso de privatización llevado adelante por el actual gobierno.

Cuadro 3 PRÉSTAMOS SEGÚN SECTOR EMPRESARIAL (Miles de US dólares)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. PRIVADO	2 765 771	2 973 657	3 336 732	4 165 503	5 604 599	3 875 488
- Corto plazo	2 598 711	2 792 541	2 913 380	3 717 377	5 149 150	3 127 505
- Largo plazo	167 060	181 116	423 352	448 126	455 449	747 983
2. PUBLICO	296 157	293 405	190 578	242 957	386 845	99 152
- Corto plazo	261 157	293 405	190 578	242 710	386 845	99 152
- Largo plazo	35 000	-	-	247	-	-
TOTAL	3 061 928	3 267 062	3 527 310	4 408 460	5 991 444	3 974 640

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 3A PRÉSTAMOS SEGÚN SECTOR EMPRESARIAL (Estructura porcentual)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. PRIVADO	90,3	91,0	94,6	94,5	93,5	97,5
- Corto plazo	94,0	93,9	87,3	89,2	91,9	80,7
- Largo plazo	6,0	6,1	12,7	10,8	8,1	19,3
2. PUBLICO	9,7	9,0	5,4	5,5	6,5	2,5
- Corto plazo	88,2	100,0	100,0	99,9	100,0	100,0
- Largo plazo	11,8	-	-	0,1	-	-
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Asimismo, el sector privado tiene una composición de préstamos mayoritariamente de corto plazo, aunque es notorio el crecimiento en enero-julio de 1997 de los préstamos de largo plazo, los que en términos anuales equivalen a 2,8 veces el nivel del año anterior y a 7,7 veces el nivel de 1992. Este crecimiento ha significado, además, una mayor participación en la estructura del sector privado, representando el 19 por ciento en enero-julio de 1997 frente al 6 por ciento de 1992.

Aunque se ve claro que la influencia del sector privado en el *spread* promedio es determinante. Más adelante se hace las comparaciones necesarias con las empresas públicas para establecer si hay diferencias significativas con las condiciones de los préstamos contratados por las empresas del sector privado en lo que a *spread* se refiere.

Según responsabilidad bancaria

En el Cuadro 4 se muestra la clasificación de los préstamos según responsabilidad bancaria. Podemos

apreciar claramente el mayor peso adquirido por la deuda con responsabilidad bancaria, la que entre 1992 y 1997 ha subido su participación de 43 a 76 por ciento (Cuadro 4A).

Del mismo modo, mientras que el monto de préstamos sin responsabilidad bancaria se ha mantenido prácticamente constante de 1992 a 1997 (anual estimado), el monto correspondiente a los préstamos con responsabilidad se ha incrementado significativamente.

Ello es resultado de dos factores: primero y el más importante, el incremento de las líneas de crédito a los propios bancos para su colocación interna, lo cual puede apreciarse en el memo del Cuadro 4, donde el sector financiero, entre 1992 y 1997(enero-julio), aumenta sus desembolsos en cerca de US\$ 1 050 millones. Segundo, el incremento de los créditos a empresas con aval bancario, cercano a US\$ 650 millones.

Cuadro 4 PRÉSTAMOS SEGÚN TIPO (Millones de US dólares)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. CON RESPONSABILIDAD	1 313 710	1 166 008	1 737 374	2 643 380	4 565 295	3 018 450
2. SIN RESPONSABILIDAD	1 748 218	2 101 054	1 789 935	1 765 080	1 426 150	956 190
TOTAL	3 061 928	3 267 062	3 527 309	4 408 460	5 991 445	3 974 640
Memo: Entidades financieras	150 652	167 132	163 872	436 438	1 636 989	1 200 534

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 4A PRÉSTAMOS SEGÚN TIPO (Estructura porcentual)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. CON RESPONSABILIDAD	42,9	35,7	49,3	60,0	76,2	75,9
2. SIN RESPONSABILIDAD	57,1	64,3	50,7	40,0	23,8	24,1
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Según fuente de financiamiento

De acuerdo a lo mostrado en los cuadros 5 y 5A, resulta claro la mayoritaria participación de los créditos otorgados por la banca comercial internacional y que aumenta en los dos últimos años.

El incremento de la participación de esta fuente ha cubierto la caída de la participación de los créditos de proveedores. Entre 1992 y 1997 (en términos anuales), los desembolsos procedentes de la banca comercial se han multiplicado por 2,7.

Cuadro 5 PRÉSTAMOS SEGÚN FUENTE DE FINANCIAMIENTO (Miles de US dólares)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. BANCA COMERCIAL	2 057 365	1 929 490	1 739 840	2 514 644	4 766 667	3 294 623
2. PROVEEDORES	627 825	962 625	1 258 974	1 191 913	845 002	434 706
3. ORGANISMOS INTERNACIONALES	358 313	347 873	472 014	563 540	333 326	169 483
4. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	13 504	15 554	45 249	91 762	44 166	75 828
5. AGENCIAS Y GOBIERNOS	4 921	11 519	11 232	46 600	2 284	-
TOTAL	3 061 928	3 267 061	3 527 309	4 408 459	5 991 445	3 974 640

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 5A PRÉSTAMOS SEGÚN FUENTE DE FINANCIAMIENTO (Estructura porcentual)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. BANCA COMERCIAL	67,2	59,1	49,3	57,0	79,6	82,9
2. PROVEEDORES	20,5	29,5	35,7	27,0	14,1	10,9
3. ORGANISMOS INTERNACIONALES	11,7	10,6	13,4	12,8	5,6	4,3
4. OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	0,4	0,5	1,3	2,1	0,7	1,9
5. AGENCIAS Y GOBIERNOS	0,2	0,4	0,3	1,1	0,0	-
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

La relevancia de lo anterior estriba en que el nivel de la tasa nominal promedio dependerá en mayor medida de este tipo de financiamiento, e igualmente su evolución, como se mostrará más adelante. El mayor uso del financiamiento bancario es el reflejo de la mayor integración de la economía al sistema financiero internacional, situación claramente representada por las cifras a partir de 1995.

Según destino

La evolución de los préstamos según destino puede apreciarse en el Cuadro 6. La participación de los créditos por exportaciones y capital de trabajo ha sido por lo general predominante, en tanto que los créditos por importaciones presentan un comportamiento marcadamente diferente.

En cuanto a la fuente de financiamiento, mientras que los préstamos para exportaciones y capital de trabajo provienen en gran mayoría de la banca comercial (en

1997 alrededor de un 90 por ciento en ambos casos), los préstamos para financiar importaciones provienen mayormente de proveedores. Así, si bien la porción de préstamos para importaciones de proveedores se ha reducido (desde 86 por ciento en enero de 1992 hasta 63 por ciento en julio de 1997) desplazándose hacia la banca, ha sido en general significativa, con un promedio de casi 80 por ciento para el período comprendido entre 1992 y 1997.

Debemos indicar que existen algunas observaciones respecto de la cobertura del registro de financiamiento externo para el caso de las importaciones, cuya participación se observa que ha declinado notoriamente en los dos últimos años. Al respecto, sólo queda decir que en la medida en que el mayor financiamiento por fuente se concentra en la banca comercial, el nivel del *spread* promedio estará en todo caso algo sobrestimado, ya que de existir una mejor cobertura respecto a los préstamos para importaciones y al realizarse éstas mayormente a través de proveedores el *spread* sería menor.

Cuadro 6
PRÉSTAMOS SEGÚN DESTINO Y FUENTE
(Miles de US dólares)

	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. EXPORTACIONES	1 343 409	1 048 026	1 116 025	1 296 929	1 751 696	1 119 863
- Banca comercial	887 749	691 284	715 277	828 730	1 466 821	986 157
- Organismos financieros internacionales	302 207	277 525	367 524	448 349	242 780	91 148
- Otras instituciones financieras	91	3 060	9 318	8 034	23 861	28 854
- Proveedores	153 345	76 140	23 906	11 804	18 234	13 704
- Agencias y gobierno	18	17	-	11	-	-
2. CAPITAL DE TRABAJO	1 207 932	1 224 262	1 129 420	1 674 078	3 075 635	2 304 415
- Banca comercial	1 101 427	1 104 923	828 213	1 328 772	2 896 844	2 114 739
- Organismos financieros internacionales	43 437	51 514	99 388	107 683	90 546	77 043
- Proveedores	50 031	44 566	162 286	115 964	66 904	73 482
- Otras instituciones financieras	8 134	12 059	29 583	76 085	19 160	39 151
- Agencias y gobierno	4 903	11 200	9 950	45 574	2 180	-
3. IMPORTACIONES	495 237	987 775	1 278 618	1 437 453	1 162 465	550 362
- Proveedores	424 403	841 650	1 071 494	1 064 145	759 864	347 520
- Banca comercial	58 698	127 687	194 997	357 141	401 353	193 726
- Otras instituciones financieras	6	82	6 109	7 644	1 145	7 823
- Organismos financieros internacionales	12 129	18 054	4 898	7 508	-	1 292
- Agencias y gobierno	-	302	1 120	1 015	104	-
4. OTROS	15 349	6 997	3 247	-	1 649	-
TOTAL	3 061 927	3 267 060	3 527 310	4 408 460	5 991 445	3 974 640

(*) Comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 6A PRÉSTAMOS SEGÚN DESTINO Y FUENTE (Estructura porcentual)						
	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1997(*)
1. EXPORTACIONES	43,9	32,1	31,6	29,4	29,2	28,2
- Banca comercial	66,1	66,0	64,1	63,9	83,7	88,1
- Organismos financieros internacionales	22,5	26,5	32,9	34,6	13,9	8,1
- Otras instituciones financieras	0,0	0,3	0,8	0,6	1,4	2,6
- Proveedores	11,4	7,3	2,1	0,9	1,0	1,2
- Agencias y gobierno	0,0	0,0	-	0,0	-	-
2. CAPITAL DE TRABAJO	39,5	37,5	32,0	38,0	51,3	58,0
- Banca comercial	91,2	90,3	73,3	79,4	94,2	91,8
- Organismos financieros internacionales	3,6	4,2	8,8	6,4	2,9	3,3
- Proveedores	4,1	3,6	14,4	6,9	2,2	3,2
- Otras instituciones financieras	0,7	1,0	2,6	4,5	0,6	1,7
- Agencias y gobierno	0,4	0,9	0,9	2,7	0,1	-
3. IMPORTACIONES	16,2	30,2	36,2	32,6	19,4	13,8
- Proveedores	85,7	85,2	83,8	74,0	65,4	63,1
- Banca comercial	11,9	12,9	15,3	24,8	34,5	35,2
- Otras instituciones financieras	0,0	0,0	0,5	0,5	0,1	1,4
- Organismos financieros internacionales	2,4	1,8	0,4	0,5	-	0,2
- Agencias y gobierno	-	0,0	0,1	0,1	0,0	-
4. OTROS 1/	0,5	0,2	0,1	-	0,0	-
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
(*) Comprende los meses de enero-julio						

No obstante la salvedad anterior, la estructura del financiamiento entre las exportaciones y el capital de trabajo tendrá mayor valor indicativo que en el caso de las importaciones, en la medida en que no se han dado mayores observaciones sobre su cobertura.

Así, los créditos para el financiamiento de exportaciones representaron cerca del 44 por ciento del total de préstamos del exterior en 1992, para luego empezar a reducirse hasta el año 1995 donde llegaron a representar el 29 por ciento del total, porcentaje desde entonces mantenido, con pequeñas variaciones, hasta 1997. Sin embargo, ello no ha de significar necesariamente una caída en la proporción del financiamiento orientado a las empresas del sector exportador, pues dicho sector puede recibir, igualmente, créditos clasificados como capital de trabajo. Por tanto, es conveniente determinar complementariamente, a través de la variable que identifica a la empresa, el nivel real de financiamiento para las empresas exportadoras, lo cual se hará más adelante.

Con relación al capital de trabajo, el incremento de su participación es bastante notorio. Ello se asocia con los mayores desembolsos recibidos por el sistema financiero los cuales han elevado su participación sobre el total de préstamos de un modo muy significativo, como se mostrará también más adelante.

Según actividad económica

Para esta parte se ha empleado la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU), revisión 3, elaborada por las Naciones Unidas. A fin de facilitar su comprensión se han efectuado las agregaciones que hemos considerado necesarias.

Como puede verse en los cuadros 7 y 7A, hasta 1995 los préstamos se concentraron en tres sectores, en orden descendente: la industria manufacturera, el comercio y la producción minera, explicando en conjunto entre el 75 y 80 por ciento del total de desembolsos. A partir de 1996 se incrementa

fuertemente la participación del sector financiero, el que pasa de 10 por ciento en 1994 a 27 y 30 por ciento en 1996 y 1997, respectivamente, contra una reducción de la participación del sector de industria y comercio.

Los desembolsos concertados por el sector financiero en 1996 multiplicaron por 11 los de 1992, y el estimado anual para 1997 en 14 veces. Ello suscita la pregunta

de cuál ha sido el efecto sobre el *spread* promedio, y su evolución comparativa respecto del resto de sectores.

De otro lado, la participación de las actividades de comercio después de llegar a 23,3 por ciento de los desembolsos totales en 1994, bajó en 1997 al 13 por ciento. La senda seguida por este rubro ha tenido un gran correlato con la evolución de los desembolsos destinados al comercio de vehículos automotores.

Cuadro 7						
PRÉSTAMOS SEGÚN GRUPO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA						
(Miles de US dólares)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. Intermediación financiera	150 652	167 132	163 872	436 438	1 636 989	1 200 534
2. Industrias manufactureras	1 366 609	1 460 782	1 407 807	1 922 538	1 906 891	1 054 421
3. Comercio al por mayor/menor; enseres domésticos	560 094	725 869	823 404	998 227	954 046	515 419
4. Explotación de minas y canteras	507 524	481 671	689 728	479 668	595 690	402 674
5. Transporte y comunicaciones	24 528	20 768	27 093	17 018	62 474	49 050
6. Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	51 416	39 135	49 227	73 818	63 976	45 939
7. Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	42 059	51 079	53 229	72 215	76 988	44 082
8. Resto y no identificados	359 045	320 625	312 950	408 537	694 391	662 520
TOTAL	3 061 927	3 267 061	3 527 310	4 408 459	5 991 445	3 974 639

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 7A						
PRÉSTAMOS SEGÚN GRUPO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA						
(Estructura porcentual)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. Intermediación financiera	4,9	5,1	4,6	9,9	27,3	30,2
2. Industrias manufactureras	44,6	44,7	39,9	43,6	31,8	26,5
3. Comercio al por mayor/menor; enseres domésticos	18,3	22,2	23,3	22,6	15,9	13,0
4. Explotación de minas y canteras	16,6	14,7	19,6	10,9	9,9	10,1
5. Transporte y comunicaciones	0,8	0,6	0,8	0,4	1,0	1,2
6. Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	1,7	1,2	1,4	1,7	1,1	1,2
7. Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	1,4	1,6	1,5	1,6	1,3	1,1
8. Resto y no identificados	11,7	9,8	8,9	9,3	11,6	16,7
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 7B
PRÉSTAMOS SEGÚN GRUPO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA: DETALLE
(Miles de US dólares)

	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. Sector financiero	150 652	167 132	163 872	436 438	1 636 989	1 200 534
2. Alimentos, bebidas y medicinas	673 600	732 165	718 561	1 022 804	963 349	550 069
- Pescado y sus productos; criaderos y afines	407 263	428 823	380 732	439 228	519 335	288 741
- Productos de molinería.	86 704	117 813	61 019	104 051	106 273	42 263
- Elaboración y conservas de frutas, legumbres y hortalizas	72 432	58 782	45 646	40 522	38 651	16 863
- Aceites y grasas de origen vegetal y animal	19 606	31 635	27 949	213 057	57 187	10 000
- Cacao, chocolate y confitería	22 931	15 318	22 301	33 733	31 905	9 545
- Cerveza y malta	26 369	22 256	91 274	95 219	111 108	132 834
- Productos farmacéuticos	18 670	18 110	25 379	41 047	51 585	14 548
- Otros productos alimenticios	19 625	39 428	64 261	55 947	47 305	35 275
3. Actividades de comercio	560 094	725 869	823 404	998 227	954 046	515 419
- Vehículos automotores; partes y piezas	104 143	178 738	332 174	378 923	237 014	110 357
- Insumos agropecuarios, al por mayor	36 906	34 919	45 671	54 644	78 551	48 376
- Alimentos, bebidas y tabaco, al por mayor	50 768	48 510	33 575	34 657	69 689	30 570
- Aparatos, equipos y enseres domésticos, al por mayor y menor	33 909	65 866	86 454	142 708	128 605	68 924
- Venta al por mayor: maquinaria, equipo y materiales.	36 276	28 647	31 378	47 247	75 081	41 700
- Venta mayorista de metales y minerales metalíferos	48 417	36 793	34 616	37 524	35 246	23 293
- Venta por mayor/menor de otros productos	249 675	332 396	259 536	302 524	329 860	192 199
4. Minerales y petróleo	507 524	481 671	689 728	479 668	595 690	402 674
- Minerales no ferrosos y hierro	417 969	405 491	610 177	340 352	293 308	330 993
- Extracción de petróleo y gas	89 555	76 180	79 551	139 316	302 382	71 681
5. Fibras textiles y tejeduría, prendas de vestir	305 004	219 646	221 334	266 176	277 633	207 164
6. Fundición de metales	113 176	82 812	109 260	141 383	159 011	82 362
7. Productos de metal	14 032	27 837	40 132	58 466	78 470	58 251
8. Fibras manufacturadas	42 654	55 754	23 224	39 376	82 396	43 846
9. Productos de plástico	26 929	37 183	38 952	51 875	51 926	35 719
10. Servicios agrícolas y ganaderos	15 458	8 113	24 257	41 441	40 897	32 684
11. Otras actividades empresariales	16 386	20 324	34 328	45 146	31 444	21 454
12. Actividades inmobiliarias realizadas	9 507	11 223	21 518	86 461	22 971	9 075
13. Resto	626 911	697 332	618 740	740 998	1 096 623	815 388
TOTAL	3 061 928	3 267 061	3 527 310	4 408 459	5 991 445	3 974 639

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Cuadro 7C
PRÉSTAMOS SEGÚN GRUPO DE ACTIVIDAD ECONÓMICA: DETALLE
 (Estructura porcentual)

	1 992	1 993	1 994	1 995	1 996	1 997(*)
1. Sector financiero	4,9	5,1	4,6	9,9	27,3	30,2
2. Alimentos, bebidas y medicinas	22,0	22,4	20,4	23,2	16,1	13,8
- Pescado y sus productos; criaderos y afines	13,3	13,1	10,8	10,0	8,7	7,3
- Productos de molinería, Elaboración y conservas de frutas, legumbres y hortalizas	2,8	3,6	1,7	2,4	1,8	1,1
- Aceites y grasas de origen vegetal y animal.	2,4	1,8	1,3	0,9	0,6	0,4
- Cacao, chocolate y confitería	0,6	1,0	0,8	4,8	1,0	0,3
- Cervecía y malta	0,7	0,5	0,6	0,8	0,5	0,2
- Cerveza y malta	0,9	0,7	2,6	2,2	1,9	3,3
- Productos farmacéuticos	0,6	0,6	0,7	0,9	0,9	0,4
- Otros productos alimenticios	0,6	1,2	1,8	1,3	0,8	0,9
3. Actividades de comercio	18,3	22,2	23,3	22,6	15,9	13,0
- Vehículos automotores; partes y piezas	3,4	5,5	9,4	8,6	4,0	2,8
- Insumos agropecuarios, al por mayor	1,2	1,1	1,3	1,2	1,3	1,2
- Alimentos, bebidas y tabaco, al por mayor	1,7	1,5	1,0	0,8	1,2	0,8
- Aparatos, equipos y enseres domésticos, al por mayor y menor	1,1	2,0	2,5	3,2	2,1	1,7
- Venta al por mayor de maquinaria, equipo y materiales	1,2	0,9	0,9	1,1	1,3	1,0
- Venta mayorista de metales y minerales metalíferos,	1,6	1,1	1,0	0,9	0,6	0,6
- Venta por mayor/menor de otros productos	8,2	10,2	7,4	6,9	5,5	4,8
4. Minerales y petróleo	16,6	14,7	19,6	10,9	9,9	10,1
- Minerales no ferrosos y hierro	13,7	12,4	17,3	7,7	4,9	8,3
- Extracción de petróleo y gas	2,9	2,3	2,3	3,2	5,0	1,8
5. Fibras textiles y tejeduría, prendas de vestir	10,0	6,7	6,3	6,0	4,6	5,2
6. Fundición de metales	3,7	2,5	3,1	3,2	2,7	2,1
7. Productos de metal	0,5	0,9	1,1	1,3	1,3	1,5
8. Fibras manufacturadas	1,4	1,7	0,7	0,9	1,4	1,1
9. Productos de plástico	0,9	1,1	1,1	1,2	0,9	0,9
10. Servicios agrícolas y ganaderos	0,5	0,2	0,7	0,9	0,7	0,8
11. Otras actividades empresariales	0,5	0,6	1,0	1,0	0,5	0,5
12. Actividades inmobiliarias realizadas	0,3	0,3	0,6	2,0	0,4	0,2
13. Resto	20,5	21,3	17,5	16,8	18,3	20,5
TOTAL	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.

Según vínculo con el exterior

Las empresas receptoras de recursos del exterior pueden estar muy ligadas al ámbito extranjero a través de operaciones no relacionadas necesariamente con el endeudamiento o, en el otro extremo teórico, pueden no tener ninguna relación directa fuera de lo que significa el propio endeudamiento.

En tal sentido, se ha elaborado un cuadro que presenta a las empresas con mayor vinculación directa con el

exterior. Para ello se ha aplicado el criterio de la empresa exportadora y de aquella de inversión directa, comprendiendo el primer caso a las empresas cuyas exportaciones del período 1990-julio1997 fueron iguales o superiores a US\$ 100 millones.

Como puede observarse en los cuadros 8 y 8A, es clara la importancia de la participación de las empresas exportadoras y de inversión extranjera en los montos de préstamos concertados en todos los años bajo estudio. Las empresas exportadoras han

Cuadro 8						
PRÉSTAMOS DE EMPRESAS DE MAYOR VINCULACIÓN CON EL EXTERIOR (Millones de US dólares)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. Empresas exportadoras 1/	918 876	1 368 512	861 429	789 157	1 002 757	1 012 976
2. Empresas de inversión extranjera 2/	786 818	1 194 895	895 764	1 046 489	1 271 711	1 372 678
3. Empresas de inversión extranjera y exportadoras 3/	453 107	644 823	270 021	258 945	483 365	347 350
4. Empresas de inversión extranjera y/o exportadoras 4/	1 252 587	1 918 584	1 487 172	1 576 701	1 791 103	2 038 304
5. TOTAL DE PRÉSTAMOS 5/	3 061 927	3 267 061	3 527 310	4 408 459	5 991 445	3 974 639
Memo: Préstamos a empresas con exportaciones mayores a US\$10 millones	1 361 746	2 070 749	1 756 912	1 690 182	1 915 857	2 313 155
(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.						
1/ Para aquellas empresas que exportaron entre 1990-julio1997 por un valor igual o mayor a US\$ 100 millones.						
2/ Para aquellas empresas que reportan inversión extranjera en las 'Encuestas de Inversión Extranjera y Deuda con el Exterior' entre 1993-1996, realizadas por el Departamento de Balanza de Pagos del BCRP.						
3/ Para aquellas empresas que cumplen con la condición 1/ y 2/.						
4/ Igual : 1 + 2 - 3.						
5/ No es la suma de los ítems anteriores.						

Cuadro 8A						
PRÉSTAMOS DE EMPRESAS DE MAYOR VINCULACIÓN CON EL EXTERIOR (Estructura porcentual)						
	1992	1993	1994	1995	1996	1997(*)
1. Empresas exportadoras 1/	30,0	41,9	24,4	17,9	16,7	25,5
2. Empresas de inversión extranjera 2/	25,7	36,6	25,4	23,7	21,2	34,5
3. Empresas de inversión extranjera y exportadoras 3/	14,8	19,7	7,7	5,9	8,1	8,7
4. Empresas de inversión extranjera y/o exportadoras 4/	40,9	58,7	42,2	35,8	29,9	51,3
5. TOTAL DE PRÉSTAMOS 5/	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Memo: Préstamos a empresas con exportaciones mayores a US\$10 millones	44,5	63,4	49,8	38,3	32,0	58,2
(*) El año 1997 comprende los meses de enero-julio.						
1/ Para aquellas empresas que exportaron entre 1990-julio1997 por una valor igual o mayor a US\$ 100 millones.						
2/ Para aquellas empresas que se han reportado con inversión extranjera en las encuestas entre 1993-1996.						
3/ Para aquellas empresas que cumplen con la condición 1/ y 2/.						
4/ Igual : 1 + 2 - 3.						
5/ No es la suma de los ítems anteriores.						

concentrado en promedio cerca del 26 por ciento del total de préstamos entre 1992 y 1997, llegando incluso a representar el 42 por ciento en 1993, mientras que en el período enero-julio de 1997 se mantiene con 26 por ciento. Por su parte, las empresas con inversión extranjera (de las cuales una parte también son exportadoras) han tenido una participación promedio para 1992-1997 de cerca del 28 por ciento, nivel que para el último año se acerca al 35 por ciento.

Finalmente, tomando en cuenta los préstamos correspondientes a las empresas que son exportadoras y/o poseen inversión extranjera (consolidado 4. del cuadro 8A), tenemos que las empresas con mayor vinculación con el exterior han representado en promedio el 43 por ciento de total de préstamos entre 1992-1997, el cual se eleva a 51 por ciento tratándose del último año.

Sería lógico creer que los *spreads* por créditos externos se ven influenciados por el grado de vinculación directa de las empresas locales con el exterior. Es de esperarse, asimismo, que dicho vínculo permita a las empresas obtener condiciones más favorables en los préstamos que concertan, es decir, se esperaría que consigan menores *spreads*.

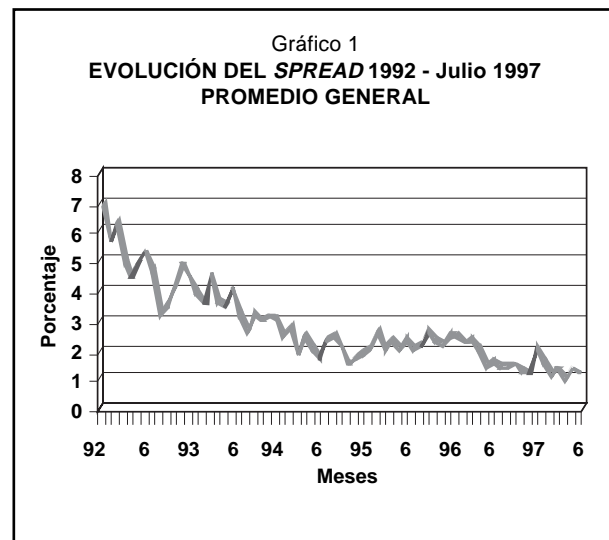
Asimismo, resulta importante señalar que el nivel real de financiamiento para el sector exportador^{3/} es mayor de lo que podría pensarse cuando se analizó la proporción de préstamos destinados a la exportación (Cuadro 8A: memo v.s. Cuadro 6A), y ello tiene su explicación (tal como se postuló anteriormente) en que dicho sector puede recibir créditos de capital de trabajo. Ello se observa al comparar la participación de los préstamos destinados a la exportación, reducidos a menos del 30 por ciento en enero-julio de 1997, con aquellos recibidos por empresas

exportadoras, cuya participación es de 58 por ciento en lo que va del año 1997. Si se compara el crecimiento en este año de los montos de préstamos de ambas categorías, se observa una evolución similar (el monto de los desembolsos recibidos por empresas exportadoras ha crecido mucho más que los destinados a la exportación).

IV. Evolución del *spread*: rasgos generales

Promedio general

El Gráfico 1 muestra el comportamiento mensual del *spread*, desde 1992 a julio de 1997, calculado como el promedio ponderado^{4/}, donde el peso viene dado por el monto de cada préstamo sobre el total de préstamos del mes correspondiente. En dicho gráfico se observa una clara tendencia a la baja de los *spreads*, cuyo promedio ha pasado de 7 por ciento en enero de 1992 a poco más del 1 por ciento en julio de 1997.



3/ En este caso, se amplía la base para incluir a empresas con un límite inferior de US\$ 10 millones, aún cuando su vínculo con el exterior sea 'menor'. El límite inferior de US\$ 10 millones estaría eliminando las menos importantes para cualquiera de los criterios (sin vínculo y mínima participación en total de exportaciones).

4/ En el caso de los préstamos con tasa fija, para aquellos provenientes de los Estados Unidos de América el *spread* se calcula como la diferencia entre la tasa fija y la Prime, mientras que para el resto se calcula como la diferencia entre la tasa fija y la LIBOR.

Si bien una parte de dicha reducción puede deberse a mejoras propias de las empresas que reciben los desembolsos, parece claro que una disminución de tal magnitud debe estar reflejando un cambio considerable y favorable de la percepción del riesgo-país por parte de los prestamistas extranjeros.

Podemos considerar como una primera etapa al período 1992-1994, donde el comportamiento es más fluctuante. A partir de allí, en una segunda etapa y hasta 1997, se observa un comportamiento mucho más estable. Ello podría entenderse como una menor reacción o respuesta de los *spreads* ante cambios de la coyuntura nacional (habría un menor castigo o *spread* ante un suceso negativo).

Según plazo

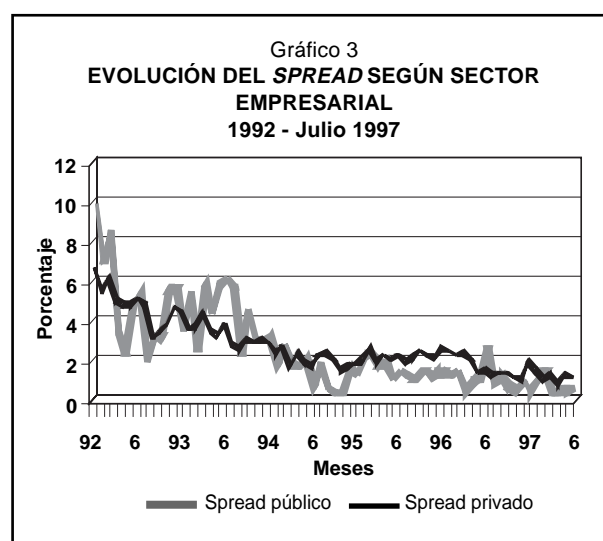
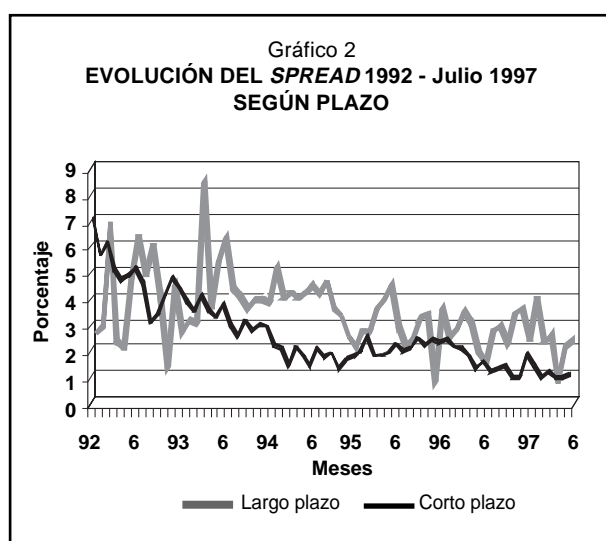
El Gráfico 2 muestra la evolución del *spread* promedio según el plazo de los préstamos asociados. En los préstamos de corto plazo es clara su evolución decreciente. Si bien en el caso del *spread* por préstamos de largo plazo no se observa una tendencia clara (hay grandes incrementos y disminuciones), es necesario aclarar que, como se dijo anteriormente, estos préstamos tienen una participación mucho menor en el total a lo largo de toda la muestra, lo cual impediría inferencias más confiables (se ha verificado que muchas de esas subidas o caídas

responden a pocos préstamos, pero que mueven montos significativos con relación al total muestral). Ello no ocurre con los préstamos de corto plazo, los cuales, al tener una participación mayor en el total, tienen un comportamiento muy similar al del *spread* promedio, bajando de un poco más de 7 por ciento en enero de 1992 a poco más de 1 por ciento en julio de 1997.

Por otro lado, con respecto a la hipótesis de que los préstamos de largo plazo deben involucrar *spreads* más altos por representar un mayor riesgo, si bien ello no se observa para todos los meses, sí puede decirse que ocurre en términos generales. Así, a partir de 1993 son muy pocas las veces que el *spread* promedio de largo plazo es menor que el de corto plazo. Además, por las razones ya expuestas, esos resultados no esperados pueden deberse a la baja proporción registrada por préstamos de largo plazo.

Según sector empresarial

El Gráfico 3 muestra la evolución de los *spreads* de los préstamos recibidos según el sector empresarial. Como puede observarse, tanto los *spreads* de préstamos privados como aquellos asociados a préstamos públicos, presentan una tendencia decreciente.



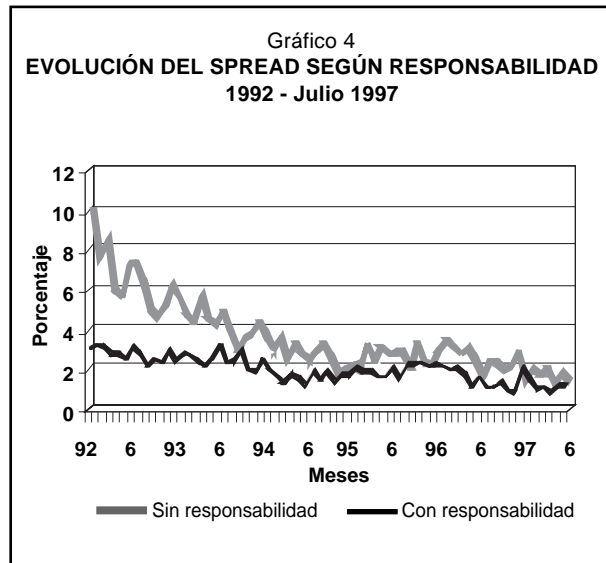
El *spread* promedio de los préstamos privados ha pasado de casi 7 por ciento en enero de 1992 a poco más de 1 por ciento en julio de 1997, mientras que el *spread* promedio de los préstamos públicos pasó de casi 10 por ciento en enero de 1992 a menos de 0,5 por ciento en julio de 1997. El comportamiento de este último es más fluctuante, respecto a lo cual es necesario aclarar que la cantidad de préstamos públicos es mucho menor que la de los privados (como puede verse a través de sus respectivos montos).

Por otro lado, el *spread* correspondiente a los préstamos de las empresas públicas es generalmente menor que el de las privadas, lo cual se debe fundamentalmente a que las primeras se financian con proveedores en una proporción mayor que la del sector privado y, en menor medida, a que las empresas públicas han recibido prácticamente sólo préstamos de corto plazo, mientras que en el caso de las privadas, si bien la mayoría de préstamos han sido también de corto plazo, la proporción de préstamos de largo plazo es mayor.

Según responsabilidad

A continuación se muestra el Gráfico 4, con la evolución de *spreads* según los préstamos que se hayan contratado con responsabilidad de las entidades bancarias o sin ella. Cabe señalar que dicha condición de responsabilidad significa el compromiso del banco de honrar el aval en caso de incumplimiento por parte de la empresa local prestataria, lo cual configura un menor riesgo para el acreedor extranjero, esperándose, por tanto, un menor *spread* tal como se señala en la hipótesis cuarta del Capítulo 2 del presente trabajo.

El Gráfico 4 nos muestra lo siguiente: primero, el *spread* de la deuda con responsabilidad bancaria es casi siempre menor que aquella sin responsabilidad, confirmándose la hipótesis planteada anteriormente, y segundo, la diferencia relativa entre dichos tipos de *spread* se ha reducido a lo largo de la serie para terminar siendo prácticamente iguales, es decir, ambos *spreads* son básicamente convergentes en el tiempo.



El costo imputable al factor riesgo ha disminuido más rápidamente en el caso de los créditos contratados directamente por las empresas locales no bancarias. En los créditos con responsabilidad el riesgo se ve atenuado, como es natural, por la intermediación bancaria que proporciona el aval, y cuando el factor riesgo-país decrece el *spread* para préstamos sin responsabilidad se acerca más al de préstamos con aval bancario. Así, los créditos para las empresas no bancarias tendrán la posibilidad de un menor costo básicamente por dos vías: 1) en el caso de colocaciones internas bancarias, porque el menor *spread* pone un techo más bajo a los costos de intermediación y 2) en el caso de préstamos del exterior, por la mayor posibilidad de prescindir del aval bancario con la consecuente minimización de costos.

Podemos ver que en épocas con un mayor nivel de *spread* existe un costo adicional para las empresas no bancarias, quienes pagan más por ese elemento de riesgo que las mismas empresas bancarias. La principal razón podría relacionarse con el propio desempeño de las empresas no bancarias, es decir, el factor riesgo-empresa, y porque la sensibilidad al riesgo en épocas de un mayor riesgo-país es menor en el caso de los bancos locales debido a la propia naturaleza de sus actividades (diversificación de sus préstamos).

Según fuente de financiamiento

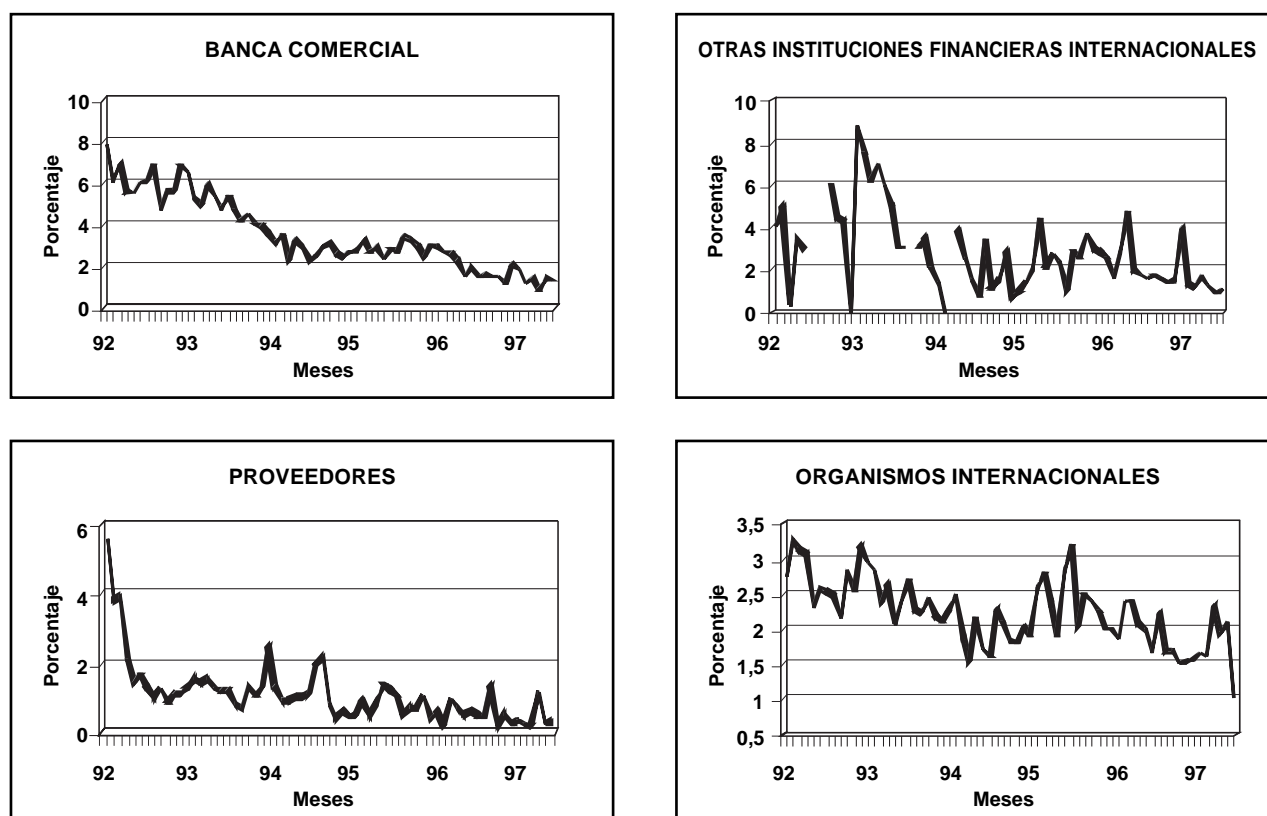
El Gráfico 5 muestra los *spreads* según la fuente de financiamiento de los préstamos asociados. Los *spreads* correspondientes a los préstamos otorgados por proveedores y por bancos comerciales presentan una tendencia decreciente, pasando los primeros de casi 6 por ciento en enero de 1992 a menos del 1 por ciento en julio de 1997, y los últimos de más del 7 por ciento en enero de 1992 a aproximadamente 1 por ciento en julio de 1997. Ello es particularmente importante si recordamos que los préstamos provenientes de ambos tipos de fuentes explican casi la totalidad de préstamos concertados (en 1997 representan más del 90 por ciento del monto total de préstamos), por lo cual su evolución es claramente representativa.

Por su parte, si bien los *spreads* de los préstamos provenientes de organismos internacionales se han

mantenido relativamente estables, es decir, tienen una banda de fluctuación nominal más baja, ello puede explicarse por el hecho de que dichas instituciones son más exigentes al evaluar a sus prestamistas, de tal modo que otorguen préstamos a empresas de por sí poco riesgosas. De hecho, el monto de préstamos provenientes de dicha fuente ha tenido una participación muy pequeña (representando sólo el 4 por ciento en 1997), y el *spread* correspondiente ha pasado de aproximadamente 3 por ciento en enero de 1992 a 1 por ciento en julio de 1997, es decir, siempre fue bajo.

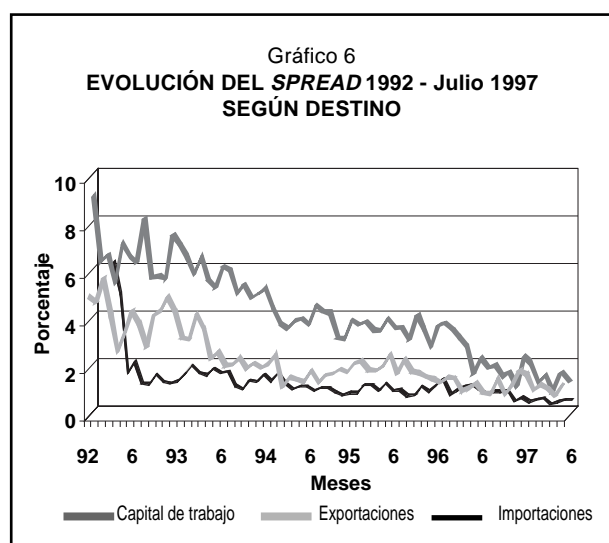
En el caso de los *spreads* de los préstamos provenientes de agencias y de otras instituciones financieras no se observa una tendencia clara (al tener un comportamiento muy fluctuante). En el caso de otras instituciones financieras puede verse que el *spread* ha pasado de aproximadamente 5 por ciento en enero de 1992 a poco más del 1 por ciento en julio de 1997.

Gráfico 5
EVOLUCIÓN DEL SPREAD 1992 - julio 1997
SEGÚN FUENTE DE FINANCIAMIENTO



Según destino

El Gráfico 6 muestra la evolución de los *spreads* según destino. Puede observarse claramente, como era de esperarse, una tendencia decreciente tanto en el caso de los *spreads* de préstamos destinados a exportaciones, como en el de aquellos correspondientes a los préstamos para capital de trabajo e importaciones.



Se observa que el *spread* más bajo corresponde a los préstamos para importaciones, lo cual se explica porque dichos préstamos provienen mayormente de proveedores, quienes por lo general cobran tasas menores. De hecho, en el período bajo análisis un promedio de 76 por ciento de los créditos por importaciones tuvo como fuente a los proveedores (Cuadro 5A).

En un nivel intermedio se ubica el *spread* de los préstamos destinados a la exportación, denominados también de prefinanciamiento. A diferencia del crédito de proveedores, los créditos para exportaciones provienen fundamentalmente de la banca comercial (ver Cuadro 6), sin embargo, resultan claramente inferiores, en lo que a *spread* se refiere, respecto de los créditos para capital de trabajo. Ello se explica fundamentalmente por el vínculo que las empresas exportadoras tienen con el exterior. Concretamente, les permite emplear mecanismos de garantía por los créditos o prefinanciamientos obtenidos. Así, la

importancia de los vínculos con el exterior sobre los *spreads* se confirma en este caso, permitiendo a las empresas obtener condiciones más favorables en los préstamos que concertan.

Finalmente, el *spread* asociado con los préstamos para capital de trabajo es siempre el más alto. Sin embargo, podemos apreciar en el gráfico anterior que las diferencias entre los *spreads* según destino han venido reduciéndose, en una especie de evolución convergente hacia fines de la serie, aunque curiosamente en algunos meses de años anteriores los *spreads* se acercan entre sí. La convergencia o menor dispersión por lo menos sugiere que el efecto de un menor riesgo-país ha beneficiado más a determinada clase de préstamos, en este caso al de capital de trabajo, en el sentido de una mayor reducción relativa de los *spreads* aplicados, y que finalmente el efecto del riesgo-país actualmente afecta a todas las clases de crédito por igual.

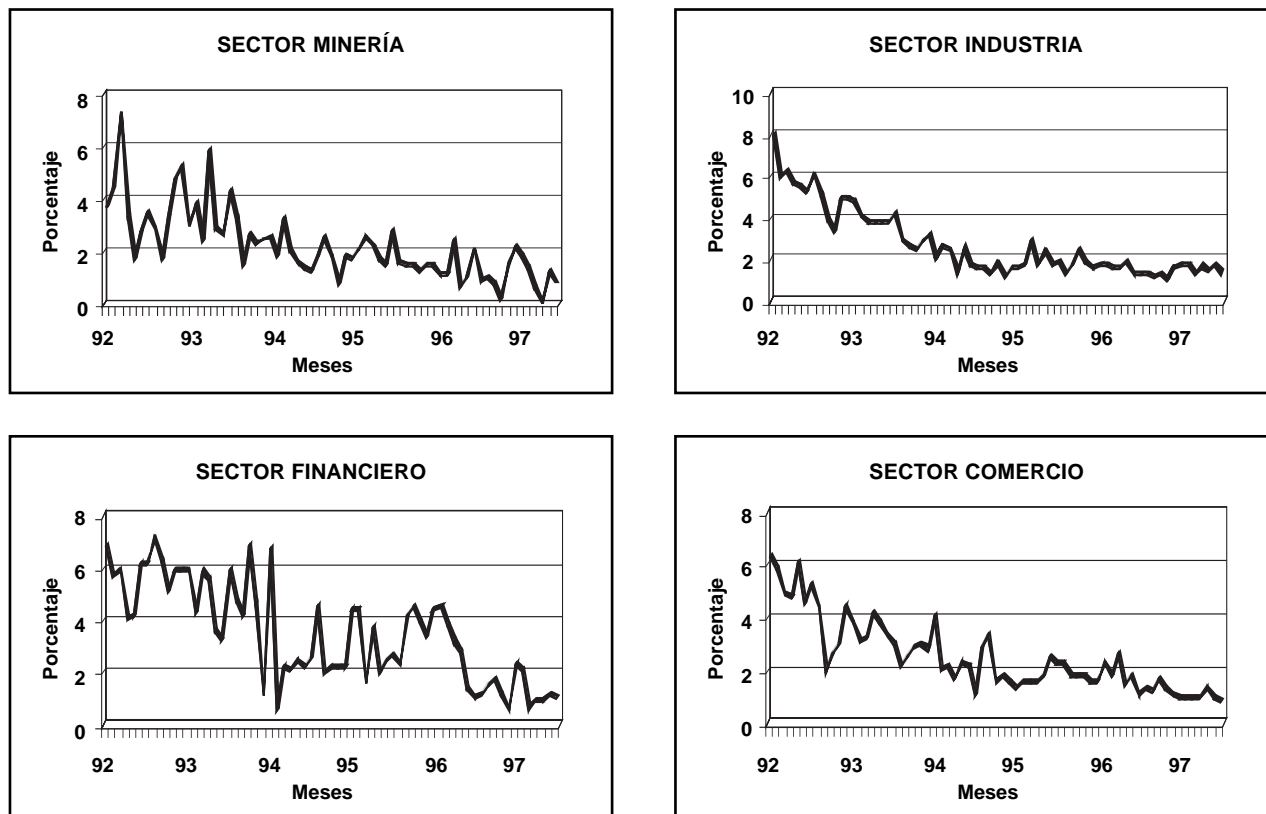
Según grupos de actividad económica

En el Gráfico 7 mostramos la evolución de los *spreads* de cuatro grandes categorías de la actividad económica: del sector financiero, de comercio, minería e industria.

Podemos decir que en los cuatro sectores se observa la tendencia decreciente del nivel promedio de *spreads*. Sin embargo, la magnitud de las fluctuaciones es diferente, ubicándose en el grupo de mayores fluctuaciones el sector financiero, de comercio y minería, mientras que el sector de industria, por su menor variabilidad, estaría separado del grupo anterior.

El sector financiero presenta la mayor variabilidad, aunque conviene señalar al respecto la escasa participación de este sector sobre el total de créditos mostrada por las estadísticas del Cuadro 7A para los primeros cuatro años (1992-1995), lo cual impide ser más concluyentes en dicho lapso. Sin embargo, a partir de 1996 el sector financiero adquiere mayor importancia por el volumen de sus concertaciones, mostrándose el nivel de *spread* decreciente. Además, resultan notorios los 'picos' de octubre de 1996 y enero de 1997, que en cierta forma inciden en los del

Gráfico 7
EVOLUCIÓN DEL *SPREAD* SEGÚN ACTIVIDAD ECONÓMICA
1992 - Julio 1997



promedio general, para los mismos meses, tal como se muestra en el Gráfico 1.

En el sector de comercio se presentan también grandes fluctuaciones, aunque menores que las del sector financiero. Los niveles en algunos meses son comparativamente menores que los del sector financiero y probablemente obedezcan a la estructura de la fuente de financiamiento. Es de esperar que la fuente de proveedores sea la más importante en este sector de actividad económica.

Por su parte, las fluctuaciones del sector minería tienen mayor presencia a lo largo de la serie. Sin embargo, en los últimos dos años han llegado a conseguir *spreads* menores que los del sector comercio e inclusive del sector bancario. Coincidentemente, en el primer mes de 1997 se muestra un pico similar al del sector financiero que refuerza la subida, en dicho mes, del promedio general de *spreads*.

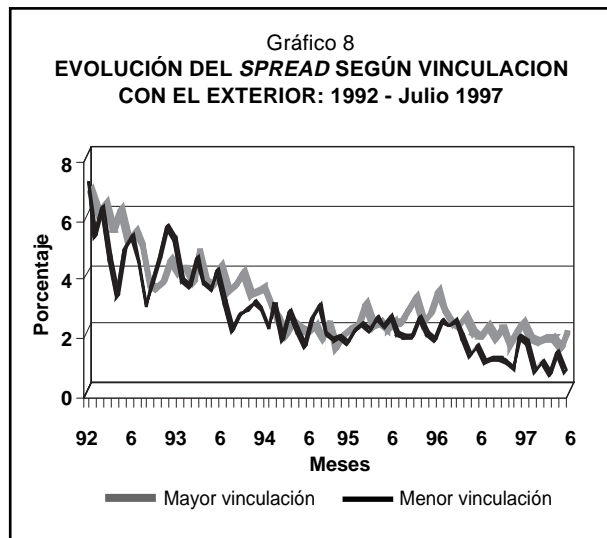
El sector de industria, de mayor participación histórica para el período que comprende el presente estudio, excepto en 1997 donde es superado por los créditos del sector financiero, muestra una caída más suavizada de su *spread* promedio; sus fluctuaciones son menores que en cualquiera de los sectores mencionados anteriormente.

Con relación a los niveles, puede decirse que todos los sectores mencionados están convergiendo a *spreads* de alrededor del 1,0 por ciento, excepto el sector industria que en el año 1997 parece estar alrededor del 1,5 por ciento.

Según vínculo con el exterior

En el Gráfico 8 siguiente se muestra la evolución del *spread* según el grado de vinculación con el exterior, distinguiéndose simplemente dos niveles básicos: mayor y menor vinculación, clasificación efectuada bajo los criterios explicados en el capítulo anterior.

Como puede apreciarse, resalta a simple vista la similar trayectoria en el tiempo que siguen los *spreads* en ambos casos, aunque una observación más detenida puede revelar un desfase o eventualmente movimientos contrarios en algunos meses. En todo caso, la tendencia de ambos niveles es muy próxima. Es decir, contra lo que pudiera haberse pensado, el factor riesgo-país parece afectar en el tiempo de igual modo los niveles de *spreads* para las empresas que tienen mayores vínculos con el exterior que para aquellas con un vínculo menor. Probablemente incida en ello la mezcla, para cada grupo, de sus préstamos según responsabilidad bancaria.



De otra parte, la evolución de los niveles es decreciente para ambos casos, partiendo en 1992 con valores cercanos al 7 y 6,5 por ciento, para las empresas con mayor y menor vinculación, respectivamente, con grandes fluctuaciones entre dicho año y 1994, como lo ha sido también para el promedio general. Dichos niveles habrían llegado a 0,75 y 1,60 por ciento a finales de la serie.

V. Cálculo del beneficio por el menor *spread* y el cambio de tasa base

Uno de los objetivos planteados en el segundo capítulo se refiere a la medida del beneficio obtenido

para la economía nacional como resultado de dos factores: primero, la reducción de *spreads* por préstamos externos y segundo, el cambio en la composición de los créditos a favor de una menor tasa base variable.

En ambos casos, se compara un escenario real contra un escenario hipotético, correspondiendo este último a las condiciones existentes en un año base determinado. Así, el año base seleccionado corresponde a 1992 pues se ha preferido el período que signifique un menor tiempo de consolidación de la reforma iniciada en 1990. Finalmente, la comparación establece la diferencia entre el pago de intereses por mantener o incrementar una deuda bajo las mismas condiciones de 1992 y el pago verdaderamente realizado bajo las condiciones corrientes.

Para el caso de los beneficios por reducción de *spreads*, en el escenario hipotético se ha congelado, en cada uno de los períodos que abarca el presente estudio, el nivel de *spread* correspondiente al año base 1992, mientras que en el escenario real se cuenta con los niveles corrientes de *spread* efectivamente realizados.

Para el caso de los beneficios por cambio de tasa base, en el escenario hipotético se ha congelado la estructura de 1992 según la tasa base (Prime y LIBOR), mientras que en el escenario real se cuenta con la estructura corriente para cada año de la serie. Así, la concertación de nuevos créditos con un cambio de tasa base Prime a una tasa menor LIBOR implica beneficios que deben asimilarse en el mismo sentido que una reducción del *spread*, pues el mayor acceso a mercados de capitales más baratos viene conjuntamente con la caída de los *spreads*.

Conviene señalar, respecto de los créditos contratados a tasa fija, que para el cálculo del beneficio por cambio de tasa base se ha adoptado, por simplificación, un criterio de neutralidad lo cual significa que se ha empleado una estructura de Prime y LIBOR igual a

la de aquellos créditos contratados a tasa base variable ^{5/}.

A continuación, se procede a definir los parámetros involucrados en el cálculo de ambos tipos de beneficio:

- 1) Fijación del año base o período de referencia: Como se explicó anteriormente, es el año 1992.
- 2) Beneficio de la reducción del *spread*: Monto de los intereses asociados con la diferencia entre el *spread* promedio del año base y del año corriente. Toma en cuenta los tres tipos de *spread* según tasa asociada (Prime, LIBOR y el *spread* implícito en la tasa fija de acuerdo con lo explicado en la última parte del Apéndice Metodológico).
- 3) Beneficio del cambio de tasa base: Se ha tomado en cuenta el efecto del cambio de tasa Prime a LIBOR, asumiendo por simplificación un efecto neutral para el caso de la tasa fija. Ello podría subestimar el cálculo del beneficio.
- 4) Deuda Aplicable:
 - Deuda de corto plazo, incluye la deuda de empresas públicas y privadas de los sectores financiero y no financiero. Excluye la deuda de las empresas públicas, financieras y no financieras, derivada de la suspensión de pagos del principal dispuesta por la RC002-83-EFC/90 y a la cual no es posible aplicar *spreads* de los períodos corrientes por su eventual condición de atraso.
 - Deuda de largo plazo, comprende únicamente la deuda de las empresas privadas de los sectores financiero y no financiero. Excluye la deuda de las empresas y entidades públicas.
- 5) En el ejercicio del cálculo de los beneficios existen algunas limitaciones prácticas que deben ser

mencionadas. El primer escenario desarrollado que supone condiciones fijas de riesgo equivalentes a las del año 1992 a lo largo de la serie (ítem II del cuadro 9), tiene la contingencia de que el nivel de endeudamiento podría no alcanzar al nivel del escenario corriente contrapuesto. Es decir, el mantener un nivel mayor de riesgo podría limitar por sí mismo los niveles de endeudamiento en función del costo del dinero. De este modo, para algunos el cálculo efectuado podría considerarse sobrestimado. Sin embargo, teniendo en cuenta que existen otros factores por los cuales el cálculo podría subestimarse, como lo es el hecho de no haberse obtenido la estructura equivalente al cambio de tasa base para los créditos a tasa fija, sus efectos podrían compensarse en términos de un 'resultado neto'.

- 6) Una observación adicional está referida a la relación entre los *spreads* por créditos nuevos y el *spread* promedio que efectivamente corresponde a un adeudado determinado. Así, debe tenerse en cuenta que los créditos de largo o corto plazo pueden ser sustituidos, tomando crédito más barato para cancelar créditos anteriores más caros. Para la deuda de corto plazo lo anterior se ve reforzado por el hecho de la corta vigencia de los préstamos.

A continuación se muestra el Cuadro 9, con el cálculo de los beneficios referidos anteriormente.

El cálculo de los beneficios del Cuadro 9 se deriva de la comparación de dos escenarios tal como se explicó al inicio del presente capítulo. El primero toma en cuenta la situación de los créditos en 1992 y la extiende a todos los períodos bajo estudio (trimestralmente), tanto en lo concerniente al nivel del *spread* cuanto a la estructura de los créditos según su tasa base (rubros IIa y IIIa). El segundo escenario corresponde a los intereses asociados con el *spread* y la estructura corriente de cada período (rubros IIB y

5/ Un cálculo más preciso deberá determinar la estructura equivalente con Prime o LIBOR, según el país de procedencia, de los préstamos contratados a tasa fija.

Cuadro 9
CÁLCULO DEL BENEFICIO POR MENOR SPREAD Y CAMBIO DE TASA BASE (*)
(Millones de US dólares)

	1992	1993	1994	1995	1996	1T97	2T97
I. ADEUDADO APLICABLE	2 843	2 980	4 006	5 650	6 373	6 944	7 254
I.a Adeudado promedio general		2 911	3 493	4 828	6 011	6 658	7 099
1. Corto plazo: sistema financiero (ajustado)	463	588	812	1 586	1 898	2 179	2 342
2. Corto plazo: empresas no financieras (ajustado)	1 901	1 608	2 183	2 638	2 830	2 857	2 841
3. Largo plazo: sector privado	479	784	1 011	1 426	1 645	1 908	2 071
II. BENEFICIO POR DIFERENCIA DE <i>spreads</i>(Ia.*IIc)		36	93	128	188	54	65
II a. <i>Spread</i> promedio del año 1992		4,89	4,89	4,89	4,89	4,89	4,89
II b. <i>Spread</i> promedio del año corriente		3,65	2,22	2,23	1,76	1,58	1,20
II c. Diferencia de <i>spread</i> (IIa-IIb)		1,24	2,67	2,66	3,13	3,31	3,68
III. BENEFICIO POR CAMBIO DE BASE (Ia.*IIIc)		0	12	33	48	15	13
III a. 'Nivel' de tasa promedio (%) en estructura de 1992 (Prime y LIBOR) 1/		4,85	6,11	7,65	7,11	7,17	7,42
III b. 'Nivel' de tasa implícita (%) en estructura de Prime y LIBOR 1/		4,84	5,78	6,95	6,32	6,24	6,66
III c. Diferencia (%): (III a - III b) 1/		0,02	0,34	0,69	0,79	0,92	0,76
IV. BENEFICIO TOTAL (II + III)		37	105	162	236	70	78

(*) Los cálculos originales son trimestrales. Lo que se presenta corresponde a los promedios anuales asociados con dicho cálculo.
1/ En función de los niveles históricos de la Prime y LIBOR, ponderada por la proporción de préstamos expresados en dichas tasas base.

IIIb). La diferencia entre el primer y segundo escenario representará entonces el beneficio por la reducción de los *spreads* y cambio de tasa base (rubros IIc y IIIc).

Como puede apreciarse, el beneficio en manifestarse primero ha sido el derivado de la reducción de los *spreads* (rubro II del Cuadro 9), habiéndose multiplicado por más de cinco en un lapso de tres años, al pasar de US\$ 36 millones en 1993 a US\$ 188 millones en 1996. Al ritmo del primer y segundo trimestres de 1997, el beneficio anual para este año representaría cerca de US\$ 238 millones, aproximadamente siete veces el nivel del año 1993.

Por su parte, los montos como resultado del cambio en la tasa base son visibles a partir de 1994, aunque menores que en el caso anterior, alcanzando en dicho año los US\$ 12 millones, cifra que se multiplica por cuatro en 1996, y por cerca de cinco al ritmo anual del promedio de los dos primeros trimestres de 1997.

El beneficio conjunto llega a significar US\$ 236 millones para 1996, y US\$ 296 millones en 1997 (al ritmo del promedio de los dos primeros trimestres). Si consideramos el período entre 1993 y junio de 1997, el beneficio acumulado sumaría US\$ 687 millones, cifra considerable para una economía como la nuestra. Existe pues, un efecto importante y favorable sobre la cuenta corriente, donde los niveles registrados representan el 0,4 por ciento del PBI en 1996 y cerca de 0,5 por ciento en el primer semestre de 1997.

VI. Conclusiones

a. El *spread* externo promedio en el período comprendido entre 1992 y 1997 ha tenido un comportamiento marcadamente decreciente, pasando de 6,92 por ciento en enero de 1992 a 1,21 por ciento en julio de 1997. Al respecto, se ve claramente una disminución de dicha magnitud que refleja una mejora considerable en el factor riesgo-país desde la óptica de los prestamistas extranjeros.

- b. A ello se suma, en el mismo período, un importante cambio en la estructura de los préstamos según la tasa base a la que se obtienen, pasando de una estructura en la cual aproximadamente la tercera parte de los préstamos se contrataban a tasa Prime, a una en la cual menos del 5% tienen esa característica, siendo la diferencia absorbida por la participación de los préstamos contratados a tasa LIBOR. Dicho cambio representa una reducción en el costo de los créditos que las empresas reciben del exterior, favoreciendo su competitividad. Nuevamente, ello fue posible gracias a una disminución en el riesgo país, que ha venido permitiendo un mayor acceso de las empresas nacionales a mercados financieros menos costosos (particularmente al euromercado).
- c. Son claros los beneficios derivados tanto del menor *spread* cuanto del cambio en la estructura de los préstamos según tasa base, los cuales en conjunto suman un acumulado de US\$ 687 millones entre 1992 y el primer semestre de 1997. Asimismo, tales beneficios representan para 1996 y el primer semestre de 1997 aproximadamente el 0,4 y 0,5 por ciento del PBI, respectivamente. Dicho cálculo comprende la deuda privada y pública de corto plazo y privada de largo plazo.

Por otro lado, el crecimiento del volumen de préstamos refleja una vez más el fortalecimiento de los lazos con la comunidad financiera internacional.

- d. No resulta muy claro que las empresas de mayor vínculo con el exterior hayan conseguido *spreads* más favorables que aquellas de menor vínculo.

En todo caso, la evolución del *spread* para ambas categorías se ve muy cercana, por lo que la política de crédito de los prestamistas externos, en lo que a *spread* se refiere, sería similar en ambos casos. Ello fortalece la identificación del riesgo país con el *spread*.

- e. Los menores *spreads* aplicados según las distintas categorías mostradas corresponden a los préstamos de corto plazo, los préstamos con responsabilidad y los préstamos destinados a la importación. Para las dos primeras categorías está claro el menor riesgo asociado, sea por el menor plazo del crédito o por la garantía de su repago (responsabilidad bancaria). En el caso de importaciones la razón se liga fundamentalmente con el mayor peso que tiene dentro de esta categoría el crédito de proveedores.
- f. La diferencia entre los *spreads* de las distintas categorías se ha venido reduciendo, observándose una evolución que converge hacia un valor común del *spread*. Ello estaría indicando que la disminución del factor riesgo-país ha beneficiado en mayor medida a aquellos sectores y tipos de créditos que de alguna forma representaban un mayor riesgo para los prestamistas extranjeros. Asimismo, el hecho de que las fluctuaciones en el nivel promedio del *spread* correspondiente a las distintas categorías incluidas en el presente estudio se han reducido en los últimos años, reflejarían una menor reacción ante los cambios de la coyuntura nacional (particularmente habría un menor castigo -o aumento de *spread*- ante un suceso negativo), producto de una mayor confianza en el país.

Apéndice Metodológico

I. Fuentes de datos

Base de datos principal

El presente trabajo se ha desarrollado empleando la información del Sistema de Financiamiento Externo, el cual se alimenta con los reportes que la banca entrega al BCRP ^{6/} por las operaciones de endeudamiento con el exterior, realizadas por cuenta de las propias entidades bancarias o por cuenta de terceros (empresas no bancarias), con el aval bancario o sin él.

Dicha información fue transferida a una base de datos, a la que llamaremos base principal, la cual comprende, entre 1922 y julio de 1997, la cantidad de 116 mil préstamos concertados lo que representa un número suficiente de observaciones para los fines del presente estudio. Cada préstamo constituye un registro en dicha base y tiene asociadas un conjunto de variables, mencionándose a continuación las más relevantes para el presente trabajo:

- 1) **Identificación de la empresa:** A través del número del Registro Unico del Contribuyente (RUC) que es empleado en este trabajo sólo con fines estadísticos. Muchas empresas durante 1992 y 1993 se identificaban aún con la anteriormente denominada Libreta Tributaria (LT), procediéndose a cambiar dicha identificación de la empresa empleando un correlacionador de LT-RUC. De este modo, se pudo uniformar en mayor grado la identificación de las empresas empleándose en lo posible una sola clave, el RUC.
- 2) **Monto del crédito:** Valor del crédito expresado inicialmente en moneda original. Es convertido a dólares de los Estados Unidos de América a través del tipo de cambio, presente también en la base de datos.

- 3) **Prestamista:** Nombre de la fuente externa de financiamiento. La relación de más de 28 mil prestamistas fue codificada para su agrupación en grandes categorías.
- 4) **País de procedencia:** Código del país.
- 5) **Código de moneda:** Indica la moneda en que se expresa originalmente el préstamo.
- 6) **Tipo de cambio:** Valor para convertir a dólares de los Estados Unidos de América los montos expresados en monedas diferentes. Existe uno para cada préstamo.
- 7) **Tipo de solicitud:** Campo en la base de datos que señala si el crédito es con responsabilidad bancaria o sin ella.
- 8) **Tipo de tasa:** Campo que señala si la tasa base empleada es Prime, LIBOR o si se trata de una tasa fija.
- 9) **Tasa:** Campo numérico que indica el valor del *spread* cuando el tipo de tasa es Prime o LIBOR, o en caso contrario, indica el valor de la tasa fija (lo cual incluye implícitamente el *spread*).
- 10) **Plazo de pago:** Permite clasificar los préstamos según el período de pago: en corto plazo (menor o igual a un año) o largo plazo (superior a un año).

Tablas empleadas

- 1) **Padrón general de empresas:** Contiene la relación de RUC's y razón social de más de 42 mil empresas. Se asocia a ellas un campo con el código del CIU o actividad económica. Esta tabla al ser correlacionada con la base principal de datos y con la tabla del CIU nos ha permitido clasificar la información según grupos de actividad económica.
- 2) **Padrón de empresas públicas:** Para la clasificación de las empresas según sector empresarial.
- 3) **Tabla del CIU:** Con la información del código y descripción de la actividad económica.

6/ Gerencia de Operaciones Internacionales.

- 4) **Tabla de fuentes:** Para la clasificación general de las fuentes de financiamiento: banca comercial, proveedores, organismos financieros, etc. Permite relacionar cada prestamista de la base principal (que son más de 28 mil) con cualquiera de las categorías anteriores.
- 5) **Tabla de países:** Para determinar la procedencia de los préstamos. Así, en el caso de préstamos contratados a tasa fija se pudo establecer cuál es la tasa base comparable. Lo anterior permitió determinar el *spread* implícito en esta clase de préstamos (calculado como la diferencia contra la Prime, si el crédito procedía de los Estados Unidos de América, o sobre la LIBOR en caso contrario).
- 6) **Tabla de inversión extranjera:** Relación de empresas que han reportado poseer inversión extranjera significativa en las encuestas de Balanza de Pagos. Esta tabla ha permitido, conjuntamente con la de exportaciones, establecer las empresas de mayor vínculo con el exterior.
- 7) **Tabla de empresas exportadoras:** Relación de empresas y su valor FOB de exportación acumulado en 1990-julio 1997. Conjuntamente con la tabla de inversión extranjera permite determinar las empresas de mayor vínculo con el exterior.
- 8) **Tabla de tasas:** Contiene el valor promedio mensual de Prime y LIBOR (a 3 meses), desde 1992 a julio de 1997. Se usó en la determinación del *spread* implícito para el caso de préstamos contratados a tasa fija y para el cálculo del beneficio que se deriva del cambio en la tasa base de los préstamos contratados.

II. Validación de base principal

La base principal fue sometida previamente a variados procesos de validación con el fin de detectar inconsistencias importantes. En tal sentido se validaron las variables siguientes: monto de crédito, clase de

moneda, tipo de cambio, nivel de *spreads*, nivel de tasa fija y tipo de tasa (Prime, LIBOR o Fija).

Conviene señalar la gran importancia de esta fase para la calidad de los datos. Se aplicó medidas de dispersión respecto de las tasas y montos de crédito, entre otras variables, tanto al interior de cada empresa como entre empresas distintas. Ello nos permitió detectar casos de préstamos con data errada, los mismos que fueron corregidos en tanto se pudo inferir claramente la clase de error. En caso contrario se procedió a separarlos de la base principal.

III. Algunos cálculos básicos

- 1) **Monto de crédito:** Campo de la base principal. Convertido a dólares de los Estados Unidos de América con el tipo de cambio asociado con cada préstamo.
- 2) **Spread de cada préstamo:** Campo de la base principal. En el caso de préstamos originalmente contratados a tasa fija, el *spread* fue estimado como la diferencia entre dicha tasa y el promedio mensual de la Prime o LIBOR correspondiente al mes en que se concertó el préstamo. La definición de la tasa comparable se hizo en función del país de procedencia. Cuando la tasa fija resultaba menor que la tasa base se asumió un *spread* implícito nulo.

Para el caso de los préstamos con tasa base Prime o LIBOR, el *spread* se consigna explícitamente en el campo respectivo de la base principal.

- 3) **Spread como promedio mensual:** Cálculo efectuado para cada una de las presentaciones por distintas categorías que forman parte del trabajo. Es igual a la suma de los *spread* de cada préstamo multiplicado por su monto y dividido entre el total de préstamos del respectivo mes.