

Todas las miradas sobre la calidad de los activos: Estudio mundial sobre la valuación de las microfinanzas 2010

Este informe es el resultado de una asociación entre el CGAP y J.P. Morgan. El CGAP es el único responsable por la impresión y la distribución de este estudio especial. El CGAP no está afiliado a J.P. Morgan. Nuestro objetivo es ofrecer puntos de referencia para valorar el capital social de las instituciones microfinancieras, tanto de capital privado como aquellas que cotizan en bolsa, sobre la base de dos conjuntos de datos: una muestra de 200 transacciones de capital privado realizadas entre 2005 y 2009 (un aumento respecto de las 144 transacciones de la edición del informe del año pasado), que representa el mayor conjunto de datos de ese tipo reunido hasta la fecha, y datos sobre ocho instituciones financieras, que cotizan en bolsa, orientadas al segmento de ingreso bajo¹.

El último año presentó muchas dificultades para las microfinanzas: el sector no enfrentaba un entorno económico tan difícil desde la crisis asiática de fines de la década de 1990. Aun así, a pesar de esas condiciones, la mayoría de las instituciones microfinancieras (IMF) demostraron estar a la altura de las circunstancias.

A partir de enero de 2009, los niveles de morosidad en las carteras de las IMF comenzaron a empeorar rápidamente: los préstamos vencidos por más de 30 días (cartera en situación de riesgo por más de 30 días [PAR30]) subieron de una mediana del 2,2% a una del 4,7% durante los primeros cinco meses de 2009, mientras que la rentabilidad cayó: el retorno mediano sobre el capital pasó de casi el 18% (a fines de 2008) al 6% en mayo de 2009². Sin embargo, la morosidad se moderó a partir

de junio de 2009 y los niveles de rentabilidad se recuperaron y se estabilizaron en torno al 4% para la PAR30 y el 10% en el caso de la rentabilidad sobre el capital. La mayoría de las IMF siguen conservando niveles de reservas y capitalización sólidos, con relaciones capital-activo que no registraron cambios respecto del rango de entre el 18% y el 20% en los últimos dos años.

Los efectos de la caída de la actividad económica también estuvieron lejos de ser uniformes. Mientras América Central, Europa oriental y Asia central se vieron especialmente perjudicadas, grandes áreas de América del Sur y Asia meridional registraron efectos leves o nulos. Al mismo tiempo, algunos países (Nicaragua, Bosnia y Herzegovina, y Marruecos) registraron crisis graves de morosidad, pero por razones no directamente vinculadas con la caída de la actividad a nivel mundial.

En este contexto y para nuestra sorpresa, las valuaciones del capital del sector de microfinanzas siguieron subiendo a nivel mundial. Las IMF en el mercado de capital privado se operaron en una mediana de 2,1 veces el valor contable: un aumento del 62% desde 2007, que refleja una demanda sostenida de participación en el capital social del sector de microfinanzas. El sector también continuó atrayendo una mayor cantidad de capitales: tanto Blue Orchard como Microvest y Developing World Markets crearon nuevos fondos de inversión en acciones para el sector de microfinanzas durante 2009, mientras que los inversionistas públicos aumentaron considerablemente sus compromisos con el sector de microfinanzas.

1 Como existen pocas IMF que cotizan en bolsa, consideramos un grupo de ocho instituciones financieras que cotizan en bolsa y que están orientadas a personas de ingreso muy bajo, y advertimos que sus modelos de negocios son muy diversos.

2 Cifras basadas en el Sym50. Pueden obtenerse más detalles sobre ese conjunto de datos en la sección sobre fuentes de datos que comienza en la página 5.

India, en particular, está mostrando valuaciones especialmente elevadas: las IMF grandes cotizan a casi 6 veces su valor contable, o casi 3 veces la mediana mundial. Si bien se espera que se mantenga el notable crecimiento reciente de las IMF de India, en nuestra opinión, las expectativas de utilidades actuales y futuras no justifican múltiplos tan altos.

A nivel mundial, el mercado de capital privado de microfinanzas todavía es joven y carece de puntos de referencia en materia de desempeño. Sin embargo, nuestro análisis estadístico de las transacciones privadas muestra que la antigüedad, el crecimiento del ingreso y la calidad de los activos son factores importantes en las valuaciones.

Las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo que cotizan en bolsa (consideradas como los vehículos que cotizan en bolsa más similares a las IMF) tuvieron un desempeño un 79% mejor que el de los bancos de mercados emergentes (según el índice de bancos de mercados emergentes de MSCI) desde septiembre de 2008. En diciembre de 2009, ya habían vuelto a los niveles previos a la crisis, y actualmente se ubican en el punto máximo histórico. Nuestra muestra de ocho instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo no registró un deterioro significativo en la calidad de los activos de las carteras de microcréditos, y las instituciones siguen expandiéndose en sus respectivos mercados. Sin embargo, las instituciones siguen cotizándose con un descuento del 13% al 23% respecto de los bancos de mercados emergentes.

Perspectivas para 2010

Si bien los efectos de la morosidad elevada seguirán sintiéndose, es probable que la mayoría de las IMF a nivel mundial sigan expandiendo su alcance en materia de clientes, aunque a un ritmo más lento y con una mejor gestión de riesgos. La valuación del capital social seguirá atrayendo el interés de inversionistas públicos y comerciales, mientras que es probable que los bancos locales

acentúen las adquisiciones estratégicas de IMF. Además, la posible oferta pública inicial (OPI) de SKS (la mayor IMF de India) en 2010 constituiría un hito clave y sentaría las bases para las OPI futuras en el sector. A pesar de la incertidumbre actual del mercado, creemos que las perspectivas a mediano plazo para las inversiones en el capital social en el sector de microfinanzas seguirán siendo positivas.

Introducción

Las turbulencias que golpearon a los principales mercados financieros y los ecos que siguen sintiéndose en todo el mundo, producto de la crisis económica resultante, afectaron a las IMF y a sus clientes. En las etapas iniciales de la caída de la actividad económica, las IMF registraron importantes insuficiencias de liquidez, pero, a medida que se recuperaron los mercados de capitales, las inquietudes migraron desde el financiamiento hacia la calidad de los activos.

La suba en la morosidad se vio acompañada de manera paralela por una marcada caída de la rentabilidad, y aunque una minoría de las IMF se vio en dificultades serias, la mayoría se estabilizó en niveles altos en términos históricos, pero no alarmantes desde el punto de vista de las pérdidas.

En plena crisis, el mercado de acciones del sector de las microfinanzas, todavía incipiente, sigue activo: entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009 se informaron 42 transacciones. La gran mayoría de las transacciones de capital siguen siendo colocaciones privadas: a la fecha, solo hubo dos OPI exclusivas del sector de microfinanzas (Compartamos Banco y Equity Bank), y se espera otra en India para 2010 (SKS).

Las microfinanzas vienen suscitando el interés de un grupo de inversionistas cada vez mayor en los últimos años: tanto las instituciones financieras de desarrollo como los inversionistas privados están acentuando sus compromisos con esta clase de activos, a pesar de la falta de puntos de referencia de mercado confiables sobre el desempeño del capital social del sector de microfinanzas.

Cuadro 1: Transacciones privadas

Año	P/U histórica		P/VC histórico	
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana
2005	9,1	7,9	1,6	1,7
2006	8,6	7,4	1,5	1,3
2007	9,9	7,2	2,0	1,3
2008	10,0	7,9	2,5	2,0
2009	12,9	13,0	2,7	2,1

Fuente: CGAP. P/U = relación precio-utilidades; P/VC = coeficiente de relación entre precios y valor contable.

En respuesta a esta brecha de conocimiento, este estudio especial apunta a ofrecer nuevas precisiones acerca de las tendencias de valuación del capital social en las microfinanzas, para lo que es preciso empezar necesariamente con un análisis detallado del estado de las IMF durante la crisis económica reciente. Por consiguiente, la primera parte del documento se dedica a la calidad de los activos de las

IMF y a su efecto sobre la rentabilidad de las microfinanzas.

Luego, analizamos las tendencias en los puntos de referencia de valuación de las transacciones de capital privado del sector de microfinanzas y examinamos los factores clave detrás de esas valuaciones. En esta sección también se analiza el crecimiento reciente del volumen de transacciones

Cuadro 2: Resumen de valuación: Comparación entre nuestro índice y los bancos tradicionales

	P/U		P/VC		RC		TCAC de las UPA
	010E	11E	010E	11E	010E	11E	09-11E
Índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo	12,4	9,9	2,6	2,2	21%	24%	29%
África	10,9	8,3	1,8	1,7	15%	18%	0%
Mercados desarrollados, Asia Pacífico	22,4	19,2	3,5	3,0	15%	16%	20%
Mercados emergentes, Asia Pacífico	13,4	10,9	3,1	2,3	21%	23%	25%
Mercados desarrollados, Europa	12,0	8,5	0,5	0,5	9%	11%	27%
Mercados emergentes, Europa	10,7	6,5	1,7	1,5	17%	22%	72%
América Latina	14,2	10,2	2,7	2,0	20%	20%	17%
Promedios ponderados de capitalización de mercado de bancos cubiertos por J.P. Morgan	16,2	13,2	3,0	2,4	18%	20%	28%

Fuente: Bloomberg, datos sobre empresas, estimaciones de J.P. Morgan. Los precios son al 23 de febrero de 2010.

Notas sobre el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo: Utilizamos estimaciones del consenso de Bloomberg y estimaciones de J.P. Morgan para las acciones que componen el índice. El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo es un índice ponderado en función de la capitalización de mercado, con la ponderación del BRI reducida en 75% dado que la cartera de microfinanzas representa solo aproximadamente el 25% de su cartera total de préstamos. Se presentan más detalles en el cuadro 11.

Notas sobre bancos de mercados emergentes internacionales: Mostramos los promedios ponderados en función de la capitalización de mercado de los bancos que cubren los analistas de J.P. Morgan, que representan una muestra de más de 150 bancos en mercados internacionales.

P/U = relación precio-utilidades; P/VC = coeficiente de relación entre precios y valor contable; RC = rentabilidad sobre el capital; TCAC de las UPA = tasa de crecimiento anual compuesta de las utilidades por acción.

Cuadro 3: Nuestra muestra representa el mayor conjunto de datos disponible a la fecha

Año	Transacciones (cantidad)	Transacciones (millones de US\$)
2005	28	105,9
2006	37	19,9
2007	37	60,3
2008	64	146,8
2009	30	185,9
ND	4	3,3
Total	200	—

Fuente: CGAP. ND: fechas no disponibles.

y los múltiplos de valuación de India, país con un mercado especialmente activo en 2009.

Por último, se trata de ubicar el mercado de acciones del sector de las microfinanzas dentro del contexto del mercado de acciones más amplio, mediante comparaciones con instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo que cotizan en bolsa de países en desarrollo.

Preocupaciones sobre la calidad de los activos

El sector de las microfinanzas se ganó su reputación como un sector anticíclico tras la crisis financiera asiática de fines de la década de 1990, cuando demostró cierta resistencia durante las turbulencias del período y en los años posteriores. Esa reputación se vio verificada mediante una serie de estudios, como una revisión del desempeño del

Cuadro 4: Las ocho instituciones del índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo

First Cash Financal	EE. UU./México
Compartamos	México
Financiera Independencia	México
Banco Panamericano	Brasil
IPF	México/Europa oriental
BRI	Indonesia
Danamon	Indonesia
African Bank	Sudáfrica

Fuente: J.P. Morgan. Indicamos la región en que la institución tiene mayor presencia.

Recuadro 1: Metodología y fuentes

Nuestro análisis se basa en dos muestras originales: 1) un conjunto de datos sobre transacciones privadas que abarca 200 adquisiciones de capital accionario, con participación de 86 IMF, y 2) una muestra de ocho instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo.

Las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo son instituciones comerciales que cotizan en bolsa y ofrecen servicios financieros a clientes que se superponen significativamente con los clientes de las IMF: la población de ingreso bajo en mercados emergentes. Sin embargo, en muchos casos, estas instituciones no tienen un programa social explícito, y sus carteras de préstamos tienden a incluir más préstamos para consumo que préstamos para microempresas. En el caso de la muestra de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo usada en este documento, los analistas de J.P. Morgan identificaron ocho instituciones con un foco amplio en las microfinanzas. Aunque esas instituciones tienen un perfil de riesgo y retorno distinto, no dejan de ofrecer indicadores de valuación comparables que pueden ser interesantes en relación con las IMF tradicionales.

Los datos sobre transacciones de capital privado fueron recopilados por el CGAP en una encuesta estrictamente confidencial realizada en el tercer trimestre de 2009. Cuatro instituciones financieras de desarrollo, 13 vehículos de inversión en microfinanzas y 14 IMF suministraron datos sobre sus transacciones entre 2005 y septiembre de 2009 (se incluye una lista de los contribuyentes en el apéndice III).

Nuestra muestra cubre 200 transacciones registradas entre enero de 2005 y septiembre de 2009, con un valor total cercano a los US\$520 millones, que incluyen 42 transacciones registradas luego de la bancarrota de Lehman, el 15 de septiembre de 2008. Se trata del conjunto de datos sobre colocaciones de capital privado en microfinanzas más completo a la fecha.

El CGAP siguió procedimientos estrictos para garantizar la confidencialidad total en los datos presentados, como acuerdos de confidencialidad con todos los participantes de la encuesta y políticas de acceso restringido a la base de datos. Solo cuatro miembros del personal del CGAP, autorizados por el Funcionario Ejecutivo Principal del CGAP, tuvieron acceso a los datos subyacentes. El CGAP estuvo a cargo del control de calidad de los datos y el análisis preliminar. Lo único que se compartió con J.P. Morgan fueron referencias agregadas basadas en al menos cinco puntos de datos. Esos datos agregados están disponibles en el sitio web del CGAP, www.cgap.org. J.P. Morgan no tuvo acceso a la base de datos subyacente.

Recuadro 2: El mercado de acciones del sector de las microfinanzas

Las IMF desarrollaron un notable historial en materia de calidad de activos, y su desempeño financiero está documentado por Microfinance Information Exchange (MIX) (la base de datos de referencia para el desempeño de las microfinanzas) desde 1995. A fines de 2008, 357 instituciones financieras no bancarias y bancarias presentaban informes al MIX, con una base de capital social agregado de aproximadamente US\$6200 millones. El 85% de las inversiones en capital social se concentran en las 100 IMF más grandes. Europa oriental y América Latina representan casi las dos terceras partes del capital social del sector de microfinanzas. En 2008 la base del capital social de las IMF a nivel mundial aumentó en más de US\$1600 millones^a.

Por el lado del financiamiento, instituciones financieras de desarrollo como IFC, el banco KfW (banco alemán de desarrollo) y el Banco Europeo para la Reconstrucción y el Desarrollo intensificaron su compromiso con el sector en respuesta a la crisis económica. Sus carteras de inversión en acciones de microfinanzas tenían un valor de US\$761 millones en diciembre de 2008. El segundo grupo de inversionistas comprende 21 fondos de microfinanzas especializados con foco en el capital o sociedades controladoras de bancos orientados al sector de las microfinanzas^b. Esos fondos crecieron rápidamente en 2008 a pesar de la crisis mundial. Sus inversiones en el capital social de las IMF pasaron de US\$670 millones a US\$1100 millones en 2008^c.

Los principales fondos de pensión, como TIAA CREF en los Estados Unidos y ABP y PGGM en Europa, están haciendo asignaciones de activos en fondos de inversión en acciones especializados en microfinanzas como parte de sus estrategias de inversión socialmente responsable. Sus compromisos con el sector, que según estimaciones representan US\$700 millones, crecen rápidamente. Por último, grandes empresas de capital privado, como Sequoia y Legatum, realizaron inversiones en capital social en mercados seleccionados de microfinanzas, como India (*The Economic Times*, 2007). Estimamos que el monto total invertido por estas instituciones privadas supera los US\$400 millones.

^a Datos seleccionados de MIX de 2007 y 2008.

^b Estudio del CGAP sobre vehículos de inversión en microfinanzas 2009; la cifra incluye vehículos con una cartera de capital superior a US\$10 millones, además de US\$600 millones de la tenencia de Procredit.

^c A partir de la base del estudio del CGAP sobre vehículos de inversión en microfinanzas 2008 y estimaciones del CGAP sobre las proyecciones de crecimiento de 2008.

Bank Rakyat Indonesia (BRI) durante la peor etapa de la crisis asiática (Patten y otros, 2001) y análisis econométricos del desempeño de las IMF en el período de entre seis y ocho años posterior a la crisis (Krauss y Walter, 2008, y González, 2007). Los acontecimientos de los últimos 12 meses llevaron a que algunos cuestionaran esa reputación, ya que la calidad de los activos y el desempeño en términos de utilidades de las IMF se deterioraron durante la caída de la actividad económica mundial.

Aunque la mayoría de las IMF sintieron el impacto de la caída de la actividad económica mundial, la crisis nos las afectó a todas por igual. La mayoría de las IMF registraron una suba marcada de la morosidad en la primera mitad de 2009, con una caída en paralelo en la rentabilidad. Sin embargo, se registraron desviaciones importantes respecto de esa tendencia general: algunas IMF con vulnerabilidades preexistentes, como crecimiento descontrolado, metodología crediticia deficiente y controles internos débiles, se encontraron lidiando con situaciones de nivel de crisis y grandes pérdidas. Al mismo tiempo, las IMF de algunos mercados de microfinanzas, India y Bolivia incluidos, no mostraron signos de deterioro significativos.

Durante los primeros cinco meses del año, el aumento de la morosidad es notable tanto en términos de amplitud como de ritmo. Los datos sugieren que el deterioro rápido en la calidad de los activos se estabilizó, en gran medida, a partir de junio de 2009. Si no hay recaídas y una nueva baja en la calidad de los activos, creemos que el sector en su totalidad saldrá de la tormenta relativamente intacto. En parte gracias a las prácticas conservadoras de reservas para pérdidas aplicadas antes de la crisis, todo indica que la mayoría de las IMF tienen suficientes reservas para absorber las deudas canceladas en libros, que creemos seguirán aumentando hasta principios de 2010 inclusive, aunque en la segunda mitad del año se moderarían y, posiblemente, revertirían su tendencia.

Indicadores de calidad de los activos

Los indicadores de calidad de los activos ofrecen una imagen de la calidad de la cartera

Recuadro 3: Fuentes de datos sobre calidad de los activos

La falta de datos disponibles representa un desafío al momento de analizar la calidad de los activos: si usamos la bancarrota de Lehman como el comienzo simbólico de la crisis financiera (15 de septiembre de 2008), su efecto todavía no aparecía en la base de datos del sector, muy utilizada, que mantiene MIX, ya que solo recopila datos al cierre del año, sujetos a un rezago correspondiente al tiempo de información. Así, aunque MIX ofrece un conjunto de datos integral sobre 1500 instituciones, para nuestro análisis solo contábamos con datos correspondientes a diciembre de 2008, que no reflejan las condiciones actuales del mercado.

A raíz de eso, recurrimos en gran medida a datos suministrados por la intermediaria de inversiones en microfinanzas de Suiza (Symbiotics) que recopila informes mensuales detallados sobre 50 IMF (Sym50). Ese conjunto de datos presenta algunas diferencias notables con el de MIX, pero creemos que son suficientemente similares como para recurrir a la información más actual del Sym50 para predecir las cifras de fines de 2009 que MIX publicará más adelante en el año.

Una diferencia importante es la definición del indicador PAR30: mientras MIX combina los préstamos vencidos y los reestructurados en el numerador, el Sym50 solo incluye los primeros. Por ende, las cifras no son comparables sino parcialmente, aunque la cantidad de préstamos reestructurados es significativamente menor y, por extensión, solo tiene un efecto moderado sobre la comparación.

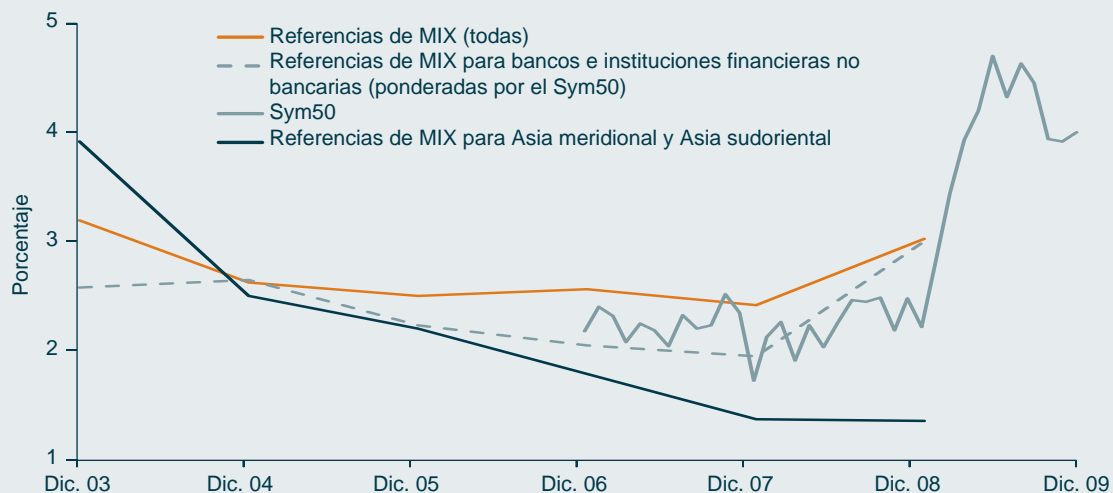
El Sym50 también presenta una distribución geográfica notablemente distinta respecto a MIX, con un énfasis marcado en América del Sur, Europa oriental y Asia

central, pero sin datos de las IMF de Asia meridional y África. De todos modos, aunque es posible que refleje solo un subconjunto del mercado de microfinanzas más amplio, creemos que el Sym50 es bastante representativo respecto de los tipos de IMF que suelen recibir inversiones provenientes de fuentes comerciales, ya que esas regiones poseen mercados de microfinanzas consolidados con pocas barreras a la inversión extranjera. Además, el Sym50 tiene una fuerte ponderación de los objetivos de inversión en el capital social (bancos e instituciones financieras no bancarias), que representan el 75% de este conjunto de datos.

Parece razonable suponer que cuando se recopilen las cifras de fines de 2009 para las referencias más amplias, el deterioro de los activos pronosticado por el Sym50 en las regiones consideradas estará reflejado en las cifras de fin de año de MIX. En el gráfico B3.1 se muestra una comparación del Sym50 con distintos segmentos de referencias de MIX, en algunos casos reponderados para reflejar la distribución geográfica del Sym50. Aunque los dos conjuntos de datos tienen una similitud clara en las tendencias y los niveles absolutos del indicador de cartera en situación de riesgo, las referencias de MIX para bancos e instituciones financieras no bancarias, si se ajustan en función de las ponderaciones geográficas descritas anteriormente, se alinean de manera especialmente cercana con el Sym50.

Sin embargo, Asia meridional y Asia sudoriental registran, de manera sostenida, tasas de morosidad inferiores a las referencias mundiales desde fines de 2006, y creemos que esa divergencia será también evidente en los datos de MIX de 2009.

Gráfico B3.1: La mediana de la PAR30* del Sym50 se alinea con las referencias de MIX



Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive; referencias de MIX, datos hasta diciembre de 2008 inclusive.
*Las definiciones de la PAR30 difieren entre el Sym50 y MIX, como se describe a continuación.

de préstamos y definen los niveles de reservas para pérdidas en instituciones financieras. Las siguientes definiciones reflejan distintos aspectos de la calidad de los activos.

Cartera en situación de riesgo. El indicador de cartera en situación de riesgo es el valor de todos los préstamos vigentes de los que uno o más pagos de interés o capital llevan vencidos una cantidad determinada de días (por ejemplo: PAR30 = préstamos vencidos por más de 30 días). El monto informado incluye el saldo de capital impago, expresado como porcentaje de la cartera bruta de préstamos, es decir, con todos los préstamos corrientes, morosos y renegociados pero sin aquellos cancelados en libros. Esa es la definición utilizada en el Sym50. Cabe señalar que la definición de MIX de la cartera en situación de riesgo agrega al numerador el capital impago de los préstamos reestructurados o reprogramados.

Préstamos reestructurados/reprogramados. Son préstamos cuya programación de pagos, tasa de interés y/o suma pendiente de capital han sido renegociadas con el prestatario.

Préstamos cancelados en libros. Los préstamos cancelados en libros son préstamos que se consideran incobrables y se cancelan en el balance. Desde un punto de vista contable, la cancelación reduce la cartera de préstamos del lado de los activos y las reservas para pérdidas por préstamos del lado de los pasivos. Si las reservas no son suficientes para cubrir las pérdidas por préstamos, el patrimonio se ve perjudicado. Las cancelaciones pueden expresarse en términos absolutos y como porcentaje de los préstamos existentes brutos.

Caída inédita registrada en 2009 en la calidad de los activos

Al comienzo de la crisis, la mayoría de los temores vinculados con las IMF se referían a la disponibilidad sostenida de financiamiento, pero las IMF atenuaron rápidamente sus tasas de crecimiento, lo que, combinado con el hecho de que varios

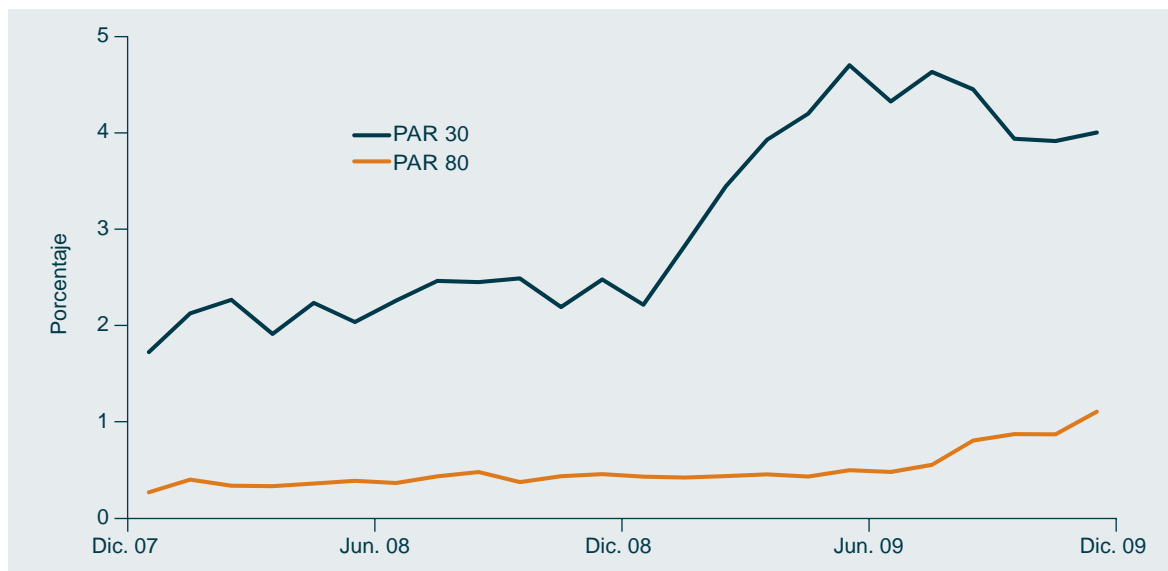
inversionistas importantes se comprometieron a mantener su apoyo al sector, ayudó a evitar gran cantidad de posibles problemas de liquidez. A raíz de esto, las inquietudes de muchos inversionistas y profesionales pasaron del financiamiento al deterioro de la calidad de los activos registrado en algunas IMF.

Bajas aceleradas en la calidad de los activos

A partir de enero de 2009, los niveles de morosidad empezaron a subir rápidamente: la mitad de las IMF que componen el Sym50 informaron una PAR30 del 4,7% o mayor en mayo de 2009, un aumento respecto del nivel del 2,2% de principio de año (gráfico 1). Incluso si se hacen ajustes en función de una ligera variación estacional, se trata de un aumento de más de dos puntos porcentuales: es decir, la PAR30 se duplicó en solo cinco meses. Empieza a aparecer un deterioro similar en el caso de la PAR180, un indicador con un rezago más representativo de las pérdidas finales. Esta tendencia de la morosidad en el Sym50 fue confirmada en conversaciones informales con otros vehículos de inversión en microfinanzas comerciales y también se refleja en otras fuentes: la encuesta Banana Skins de 2009 destinada a participantes del sector ubicó al riesgo crediticio como la mayor preocupación (Lascelles, 2009).

Aunque en el pasado se registraron crisis similares en países específicos, como en Bolivia a fines de la década de 1990, esta es la primera vez que el mundo registra una caída simultánea tan marcada de la calidad de los activos de una muestra considerable de IMF distribuidas internacionalmente. Más aún, además del ritmo del deterioro, debemos señalar que el nivel real de morosidad también es históricamente elevado para el sector. Según las referencias de MIX, la mayor PAR30 de todo el sector observada en los últimos cinco años con registros fue del 3,2% en 2003. En las regiones consideradas en el Sym50 (Europa oriental y Asia central), la tasa fue mucho menor: se mantuvo en el 1,2% o menos hasta 2008.

Gráfico 1: Baja abrupta en la calidad de los activos en la primera mitad de 2009 (mediana de cartera en situación de riesgo)



Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive.

Esos niveles de morosidad afectan directamente la rentabilidad, en especial en el caso de las IMF acostumbradas a registrar cifras mucho menores³. Dicho eso, si bien los niveles actuales de morosidad son una fuente de inquietud para cualquier IMF, la realidad más urgente radica en que, a nivel de los países, la situación registrada en el primer trimestre de 2009 es un territorio desconocido para la mayoría de los mercados de microfinanzas en desarrollo⁴.

El deterioro no es uniforme

Analizado en mayor detalle, el índice Sym50 parece reflejar dos historias distintas, pero complementarias. Por un lado, se registra una caída general significativa en el desempeño de las carteras de IMF entre enero y junio de 2009. Sin embargo, también hay una variación significativa a nivel de los países en ambos extremos del espectro (gráfico 2).

Si bien la mayoría de las IMF registraron un deterioro significativo de los activos, las IMF de países como

Bolivia, Egipto, Kosovo y la mayor parte de India muestran muy pocos cambios en la calidad de los activos y la rentabilidad. Las diferencias también son evidentes a nivel regional: América del Sur se mantuvo relativamente estable, mientras que en Europa oriental y Asia central se registraron importantes caídas en la calidad de los activos.

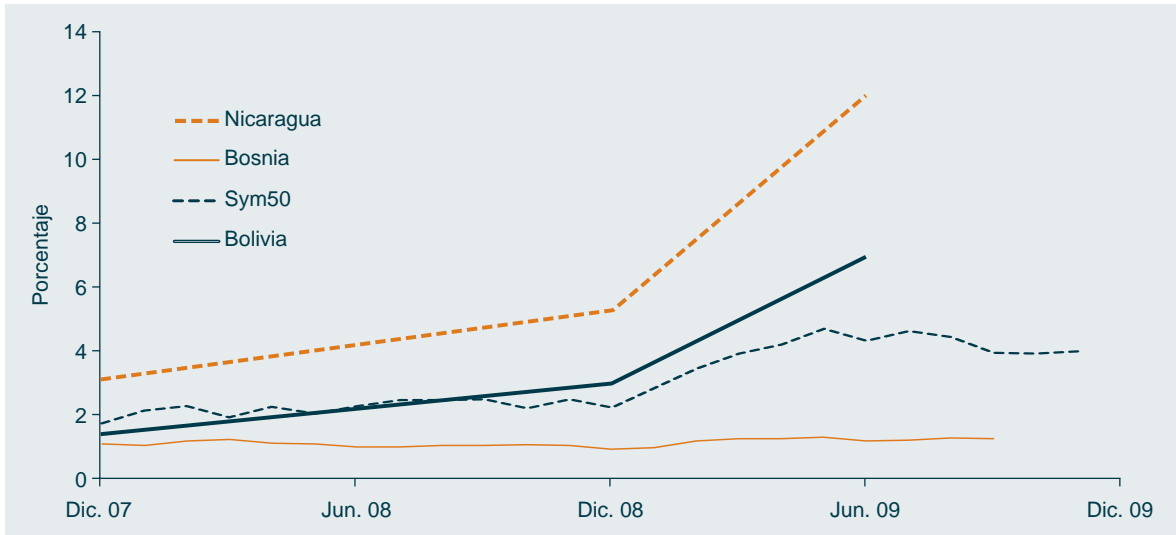
La situación es especialmente difícil en tres países (Nicaragua, Marruecos, y Bosnia y Herzegovina) en los que la mayoría de las IMF están lidiando con elevados niveles de morosidad entre los prestatarios. Si bien es posible que exista un par de explicaciones viables para esta situación, nuestra hipótesis inicial sostiene que en esos países la crisis económica golpeó un sector que ya se había visto debilitado por factores como una competencia no saludable, IMF con capacidades demasiado extendidas y una pérdida de la disciplina crediticia. En esos casos, la caída de la actividad económica no fue el factor causal, sino una variable que agravó la situación de manera crítica y generó crisis muy fuertes en mercados que ya estaban en problemas⁵.

3 Un aumento en la PAR30 no necesariamente indica que una IMF quebrará. A partir de análisis preliminares de datos de MIX del período comprendido entre 2003 y 2008, una IMF seleccionada en forma aleatoria con activos superiores a US\$1 millón tiene una probabilidad de entre el 1% y el 5% de quebrar en un período de tres años. Una IMF que informa una PAR30 mayor al 5% tiene una probabilidad de quebrar de entre el 6% y el 10%, mientras que en el caso de una IMF con una PAR30 mayor al 10% su probabilidad de quebrar se ubica entre el 10% y el 15% durante el período.

4 Esto se cumple en la mayoría de los mercados, aunque según las referencias de MIX para las IMF de instituciones financieras no bancarias de África y América Central y el Caribe, estos niveles son habituales y no se considerarían elevados.

5 Véase Chen, Rasmussen y Reille (2010).

Gráfico 2: El deterioro no es uniforme (mediana de la PAR30)

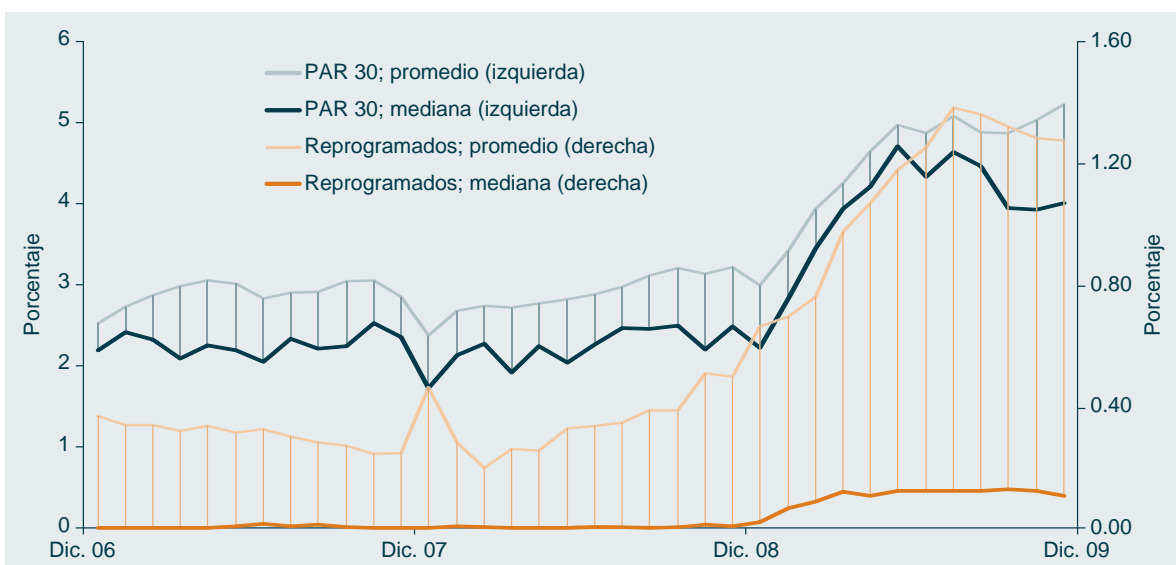


Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive, Asociación de Entidades Financieras Especializadas en Microfinanzas (Bolivia), CGAP para Bosnia y Nicaragua.

Esas diferencias a nivel de las IMF y a nivel de los países también se observan en la forma en que las IMF han utilizado los préstamos reestructurados. Los niveles de divergencia entre las medianas y las medias del gráfico 3 sugieren que, si bien la morosidad a corto plazo (expresadas como PAR30) está distribuida de manera relativamente uniforme en torno a la mediana, los préstamos reprogramados muestran una notable concentración en una minoría de las IMF en situación especialmente difícil, mientras que las demás no informaron sino

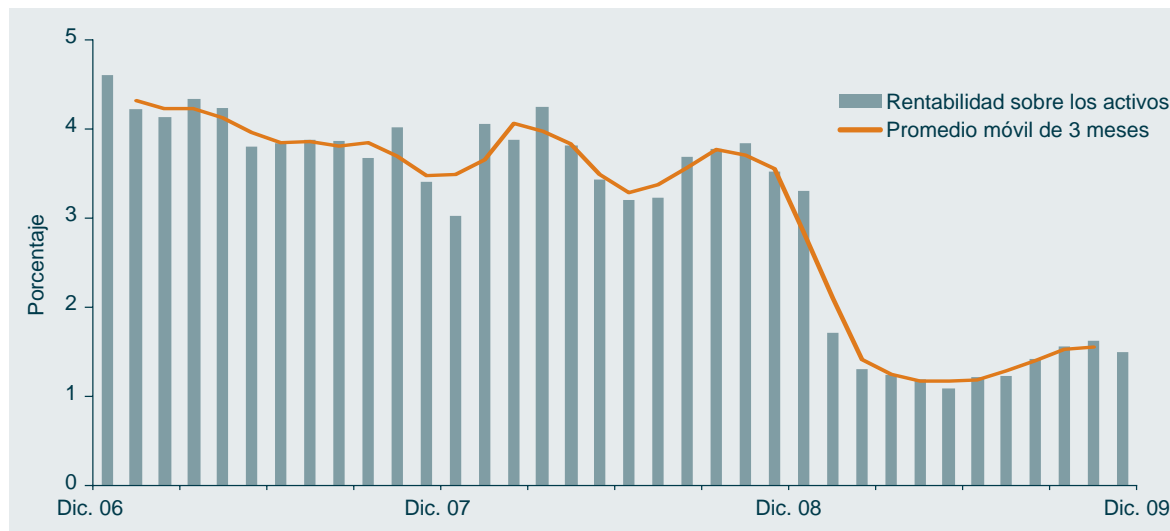
niveles mínimos de reprogramación. Eso respalda la hipótesis de que la mayoría de las IMF están lidiando con niveles de morosidad elevados, pero controlables. Al mismo tiempo, una minoría de las IMF está en dificultades y aplicando medidas correctivas, incluida la reprogramación generalizada de préstamos, para salir del problema. De hecho, si bien un aumento en la reprogramación puede ser un indicio de que las IMF están tratando de reducir artificialmente la cartera en situación de riesgo, la técnica ha demostrado ser un instrumento

Gráfico 3: La distribución de préstamos en mora no cambió, mientras que las tasas de reprogramación aumentaron entre las IMF en dificultades



Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive.

Gráfico 4: Caída rápida en la mediana de la rentabilidad sobre los activos en la primera mitad de 2009



Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive.

importante para las IMF en dificultades durante crisis anteriores⁶.

¿Ya pasó lo peor?

Las tendencias recientes en el desempeño de las carteras señalan que es posible que la caída haya llegado a su punto mínimo. Desde mayo de 2009, cuando la tasa de morosidad de la PAR30 mundial llegó a un pico del 4,7%, la calidad de los activos se moderó bastante y se estabilizó alrededor del 4% en los tres meses transcurridos a partir de septiembre (gráfico 1). El indicador con rezago PAR180 sigue aumentando, y es probable que llegue a su punto máximo a principios de 2010. La situación se estabilizó en niveles de morosidad elevados en términos históricos, con un efecto inevitable sobre la rentabilidad.

Caída rápida, pero moderada, en la rentabilidad

Si hay una sorpresa por el lado de los retornos, es que la rentabilidad no se vio más afectada. De hecho, en el gráfico 4 se muestra que la rentabilidad, que ya estaba deteriorándose lentamente desde principios de 2007, empezó a deteriorarse de

manera especialmente rápida en diciembre de 2008. Si bien es posible que la parte inicial de ese deterioro en 2008 haya sido precipitada por otras causas, como los mayores costos de financiamiento o las pérdidas cambiarias (Littlefield y Kneiding, 2009), la marcada caída registrada a principios de 2009 tiene un comportamiento en paralelo con el marcado aumento en la morosidad (gráfico 5) y el aumento correspondiente en las reservas para pérdidas adoptado por las IMF. Ese patrón es coherente tanto respecto de la rentabilidad sobre los activos como respecto de la rentabilidad sobre el capital.

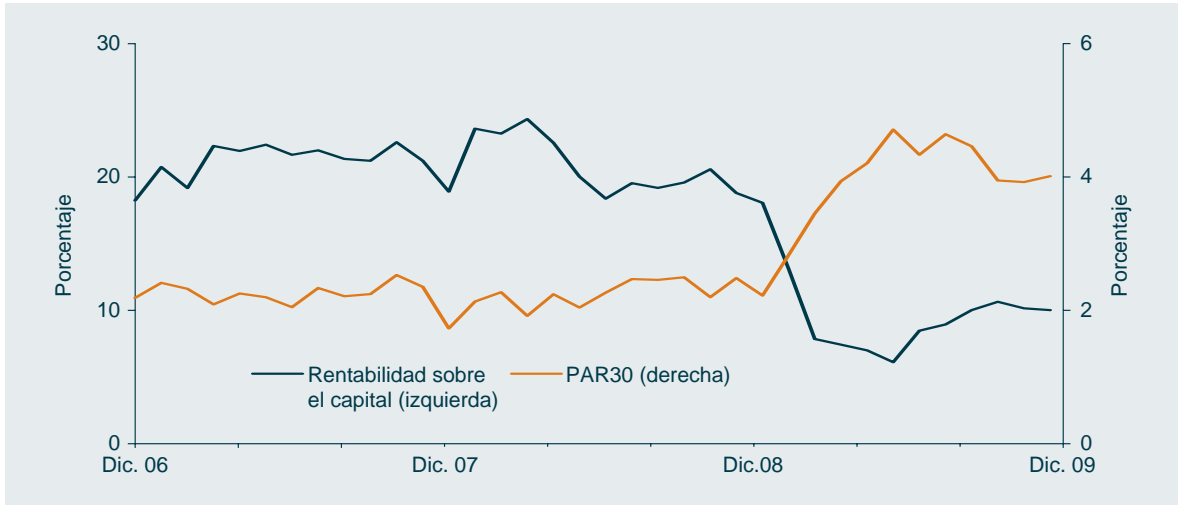
Desde que llegara a su punto mínimo a mediados de 2009, la rentabilidad se recuperó ligeramente: la rentabilidad sobre el capital se estabilizó alrededor del 10%, aproximadamente la mitad del nivel registrado en los dos años anteriores. A corto plazo, sin embargo, es probable que las tasas de morosidad elevadas limiten la rentabilidad hasta que la calidad de los activos retome sus niveles históricos.

El capital de las IMF sigue relativamente a salvo

Cuando se produjo la crisis, la mayoría de las IMF pudieron mantener su base de capital en

⁶ En el momento más difícil de la crisis de Bolivia de 1999, el BancoSol informó una PAR30 del 7%, además de reprogramar aproximadamente el 7% de su cartera. La táctica era potencialmente riesgosa, ya que podría haber socavado el incentivo de reembolso de los prestatarios (Rhyne, 2001).

Gráfico 5: La caída en la mediana de la rentabilidad sobre el capital es el reflejo del aumento de la cartera en situación de riesgo



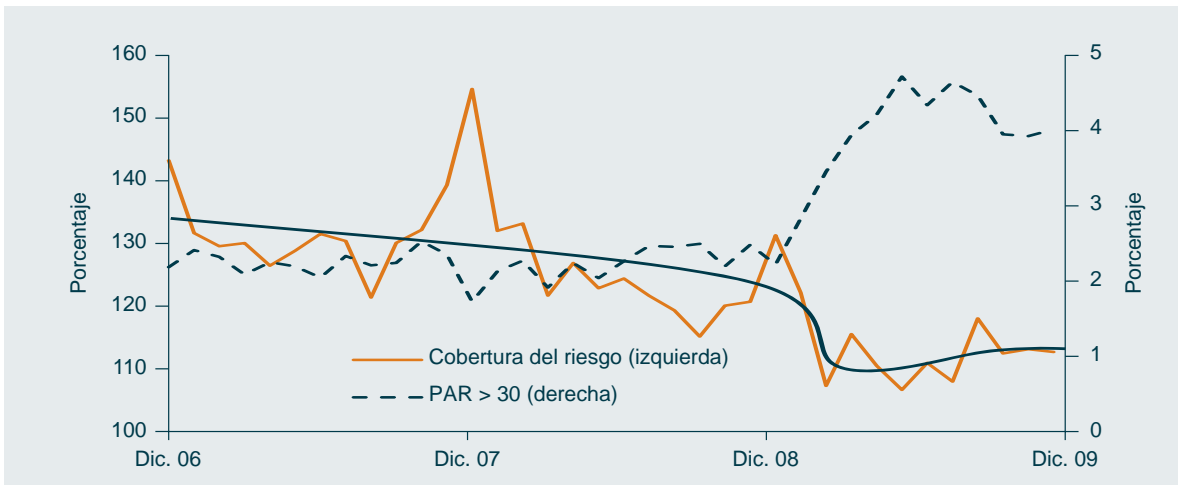
Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive

gran medida gracias a las reservas para pérdidas relativamente elevadas que poseían antes de 2009. No obstante, las reservas están disminuyendo significativamente: tal como ocurrió en el caso de la rentabilidad sobre los activos, la mediana del coeficiente de cobertura de la PAR30 ya había estado disminuyendo antes de la crisis, con una baja del 11% entre enero de 2007 y noviembre de 2008 (gráfico 6). Sin embargo, el ritmo se aceleró en 2009: incluso si tenemos en cuenta el aumento cíclico de diciembre, aproximadamente el 15% de las reservas para pérdidas fueron utilizadas durante los dos primeros meses del año, exactamente cuando se producía el aumento rápido de la morosidad y en el momento

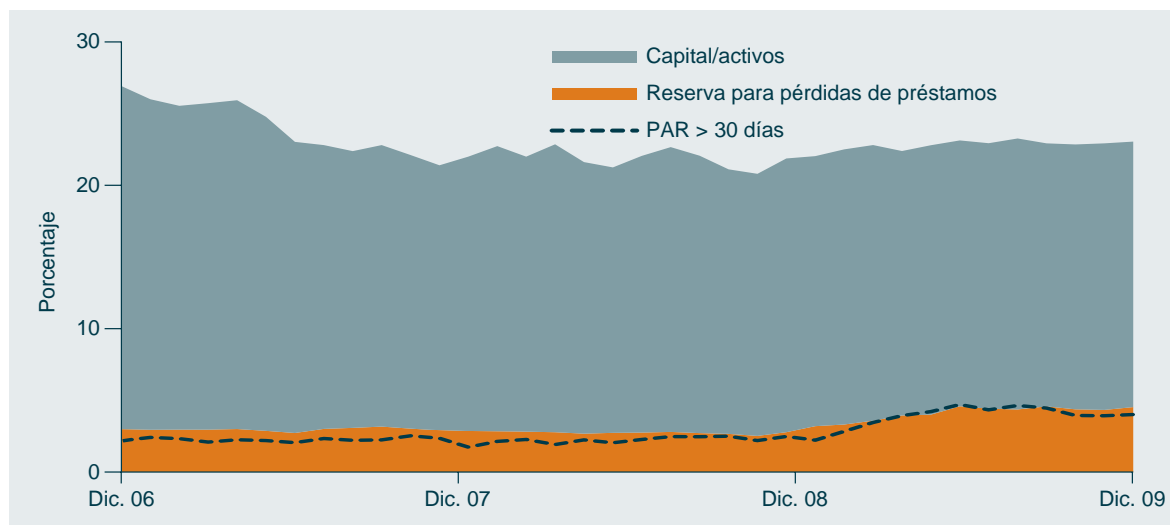
en que la rentabilidad bajaba más rápidamente. Así, las políticas previas en la gestión de las reservas para pérdidas de préstamos ayudaron a amortiguar la baja de la rentabilidad registrada en 2009.

Desde entonces, las reservas para pérdidas se recuperaron de manera coherente con la moderación de la cartera en situación de riesgo, pero siguen en niveles significativamente menores que los anteriores, estabilizadas en un nivel de aproximadamente el 110% en términos de la PAR30. A pesar de esa moderación, con los niveles actuales de morosidad, las reservas para pérdidas vigentes serían suficientes para que la mayoría de las IMF

Gráfico 6: La mediana de las reservas disminuyó...



Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive.

Gráfico 7: ...pero la mediana de los reguladores de las reservas y el capital están intactos

Fuente: Sym50, datos hasta noviembre de 2009 inclusive.

cubran pérdidas eventuales sin que su capital se vea afectado (gráfico 7)⁷. Además, la solvencia no suele ser fuente de preocupación, ya que la mayoría de las IMF tienen una capitalización muy satisfactoria: los niveles medianos de capital no se alejaron de una banda casi estática de entre el 18% y el 20% de los activos totales, establecida a mediados de 2007.

Sin embargo, si bien esos niveles de capitalización tendrían que ser una fuente de confianza, no corresponden necesariamente a todas las IMF. Algunos países también tienen una exposición, en general, mayor que la de otros: India, por ejemplo, tiene una protección del capital especialmente baja y un coeficiente de endeudamiento financiero elevado.

Si bien todavía es posible que se produzca una segunda baja en los niveles de morosidad y las IMF con un nivel de cartera en situación de riesgo ya elevado siguen siendo vulnerables, creemos que existen algunos acontecimientos positivos. Las IMF afectadas reaccionaron rápidamente ante la crisis, desacelerando su crecimiento y endureciendo sus políticas crediticias. A fin de mejorar la gestión de riesgos y prevenir un sobreendeudamiento, se están creando organismos de verificación de antecedentes crediticios en Marruecos y Bosnia y Herzegovina, y se están desarrollando planes rápidamente para la creación de otros en países como India.

Entretanto, a pesar del contexto difícil, los inversionistas comerciales y públicos demostraron que mantienen su compromiso con el sector ofreciendo nuevo capital y paquetes de asistencia técnica muy necesarios a las IMF, y organizando la reestructuración de las IMF en situaciones especialmente problemáticas, como Banex en Nicaragua y Normicro en Azerbaiyán.

La atención actual de las IMF en la resolución de los problemas de calidad de los activos, junto con el hecho de que los inversionistas se hayan comprometido a resolver estos problemas, en lugar de recortar las pérdidas y retirarse del negocio, nos permite ser optimistas en relación con el panorama a mediano plazo del sector. Si bien es posible que los acontecimientos cruciales del año pasado lo hayan tomado por sorpresa, el sector demostró estar en gran medida a la altura de las circunstancias.

Valuación de transacciones de capital privado: Instituciones microfinancieras

Es lógico esperar que el deterioro significativo registrado en la calidad de los activos y la rentabilidad de las IMF se refleje en la valuación del capital y las transacciones de las IMF. Sorprendentemente, eso no ocurre, y, de hecho,

⁷ En un estudio de Adrián González (MIX, 2009) no publicado se sugiere que aproximadamente el 25% de los préstamos con más de 30 días de vencidos se cancela en libros al año siguiente.

Cuadro 5: Cantidad y valor de transacciones por año

	2005	2006	2007	2008	2009	NI	Total
Transacciones (#)	28	37	37	64	30	4	200
Transacciones (millones de US\$)	105,9	19,9	60,3	146,8	185,9	3,3	—

Fuente: CGAP. 2009 incluye la compra de Edyficar por parte del Banco de Crédito del Perú, por un valor de US\$96 millones, anunciada el 7 de septiembre de 2009. NI = No informada.

en algunos mercados, especialmente en India, hay indicios de que las valuaciones del capital superan los puntos de referencia fundamentales.

De manera acorde, en esta sección se analizan las valuaciones del capital de las acciones de las IMF intercambiadas en el mercado privado en función de tres preguntas: ¿Cuáles son las tendencias en la valuación del sector de las microfinanzas en el mercado privado en el contexto de la crisis mundial? ¿Cuáles son los factores significativos que determinan la valuación para los inversionistas y las IMF? ¿Muestran las valuaciones de las IMF de India indicios de “exuberancia irracional”? Nuestro análisis se basa en una muestra de 200 transacciones de capital privado registradas entre 2005 y 2009, incluidas 42 que se realizaron luego de septiembre de 2008.

Realizamos un análisis estadístico del conjunto de datos y estudiamos la influencia de ocho variables sobre la valuación de las IMF. Aunque el conjunto de datos está limitado en términos de tamaño y podría no ser representativo de la situación de cada país, nuestro análisis ofrece datos reveladores sobre los puntos de referencia del mercado y los factores que determinan la valuación en el mercado privado. En el apéndice II se presenta un panorama detallado de este análisis.

Las valuaciones siguieron aumentando en 2009, a pesar de las condiciones económicas adversas

En nuestro informe de 2009 se pronosticaban valuaciones más bajas para las transacciones privadas del año, que se moverían hacia una valuación de 1 vez el valor contable histórico. Nos preocupaba el efecto de la crisis mundial sobre las IMF y esperábamos reducciones en libros de parte del capital, ante el aumento de los préstamos vencidos y las pérdidas cambiarias. Ese deterioro se produjo, efectivamente: tanto la calidad de los activos como la rentabilidad registraron grandes caídas generalizadas en 2009, aunque algunos mercados sufrieron más que otros, como se destaca en la primera parte de este documento. Sin embargo, para nuestra sorpresa, las valuaciones siguieron aumentando.

Los múltiplos contables históricos y futuros mantuvieron su tendencia al alza en 2009 (véanse los cuadros 6 y 7).

Los múltiplos precio-utilidades aumentaron significativamente y llegaron a un punto máximo de 13 veces en 2009. La mediana del múltiplo de relación entre precios y valor contable aumentó 2,1 veces en 2009, mientras que en 2008 aumentó 2,0 veces.

Cuadro 6: Tendencia al alza de las valuaciones confirmada en 2009

	P/U histórica		P/VC histórico	
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana
2005	9,1	7,9	1,6	1,7
2006	8,6	7,4	1,5	1,3
2007	9,9	7,2	2,0	1,3
2008	10,0	7,9	2,5	2,0
2009	12,9	13,0	2,7	2,1

Fuente: CGAP. P/U = relación precio-utilidades; P/VC = coeficiente de relación entre precio y valor contable.

Cuadro 7: Desglose por región: el coeficiente histórico de relación entre precio y valor contable en Asia aumentó el 50% en 2009

	Mediana de la P/U histórica					Mediana del P/VC histórico				
	2005	2006	2007	2008	2009	2005	2006	2007	2008	2009
África	5,6	6,2	17,1	13,2	ND	0,9	1,2	1,6	1,8	ND
Asia	ND	ND	ND	6,9	ND	1,7	2,0	5,1	2,9	5,0
Europa y Asia central	9,3	8,6	13,8	9,4	14,5	1,8	1,3	1,0	2,1	2,2
América Latina y el Caribe	ND	6,7	5,6	7,8	ND	1,4	1,2	1,1	1,2	1,3

Fuente: CGAP. ND = menos de cinco transacciones. P/U = relación precio-utilidades; P/VC = coeficiente de relación entre precio y valor contable.

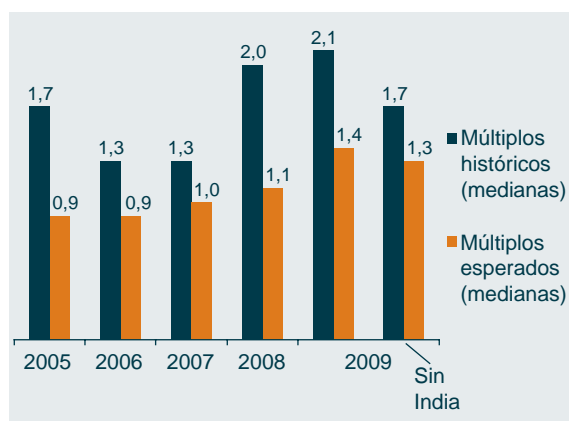
Los múltiplos aumentan en todas las regiones

El desglose regional de las valuaciones (cuadro 7) muestra que en 2009 los inversionistas pagaron significativamente más en todas las regiones, en comparación con lo que pagaron en el período 2005-08. Con valuaciones de 5 veces el valor contable, Asia⁸ tiene los múltiplos más altos, seguida por la región de Europa oriental y Asia central y, luego, por América Latina y el Caribe. La tendencia al alza en Europa oriental y Asia central es sorprendente dada la gravedad de la crisis económica en la región, pero es importante reconocer que las transacciones informadas

para nuestra muestra representan las IMF de alta calidad que demostraron una resistencia notable ante la caída de la actividad económica. No se obtuvieron suficientes transacciones para elaborar puntos de referencia confiables para África en 2009.

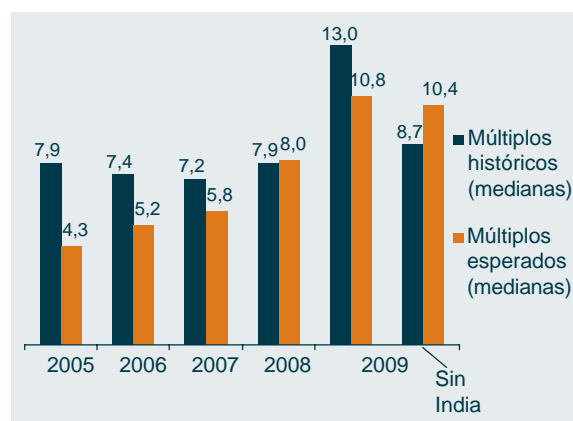
Los múltiplos futuros se mantuvieron significativamente por debajo de los múltiplos históricos en 2009, lo que refleja un panorama positivo respecto de las perspectivas de utilidades de las IMF (gráficos 8 y 9). En nuestra opinión, los inversionistas esperan un crecimiento elevado de las utilidades para 2010, a pesar del entorno económico complicado.

Gráfico 8: Aumento de los múltiplos de relación entre precios y valor contable



Fuente: CGAP.

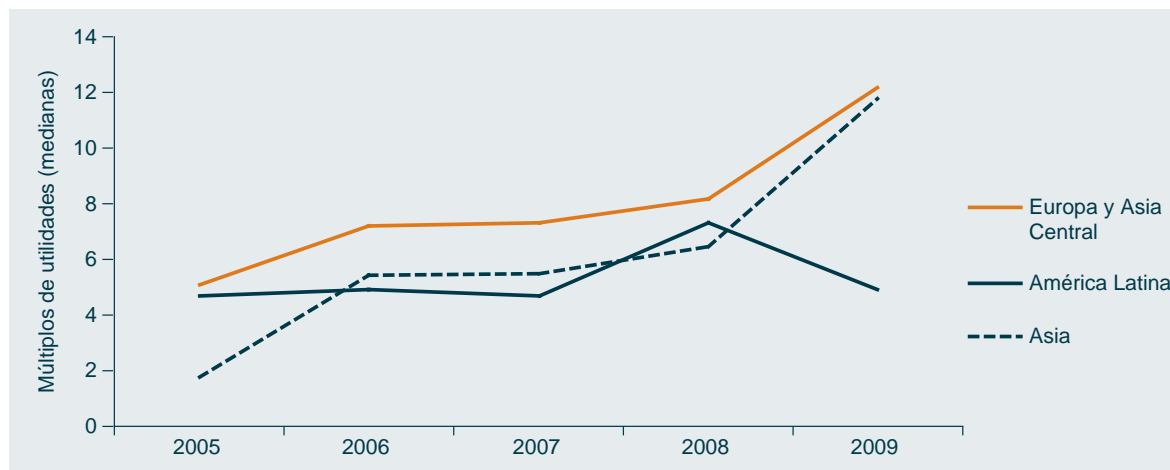
Gráfico 9: Aumento de los múltiplos de precio-utilidades



Fuente: CGAP.

⁸ Las valuaciones en Asia tienen un sesgo al alza, debido casi exclusivamente a las transacciones de India, que representan más del 80% de todas las transacciones de Asia en nuestra muestra de 2009.

Gráfico 10: Múltiplos precio-utilidades esperados (medianas): Asia en la vía rápida



Fuente: CGAP.

De hecho, con excepción de América Latina en 2009, ninguna de las regiones registró una caída año a año significativa en los múltiplos precio-utilidades desde la creación de este estudio (gráfico 10). Si bien los múltiplos de América Latina estuvieron oscilando en torno de una mediana de 5, Asia superó a todas las demás regiones con una tasa de crecimiento anual compuesta del 60%: de tener la mediana de valuación más baja en 2005, en 2009 pasó a luchar cabeza a cabeza con Europa oriental y Asia central por el primer lugar de la tabla de valuaciones⁹. Esas variaciones entre regiones y entre años son típicas de clases de activos en desarrollo que carecen de puntos de referencia de mercado y consenso de los inversionistas respecto de la valuación.

Los inversionistas aumentaron su asignación a las microfinanzas en 2009 y se concentraron en las IMF con activos de buena calidad

El mercado de capital privado de microfinanzas se mantuvo activo a pesar del virtual "cierre" de los mercados de capitales tras la quiebra de Lehman Brothers: se informaron 42 transacciones de capital, con un valor total de US\$205 millones, ante el CGAP.

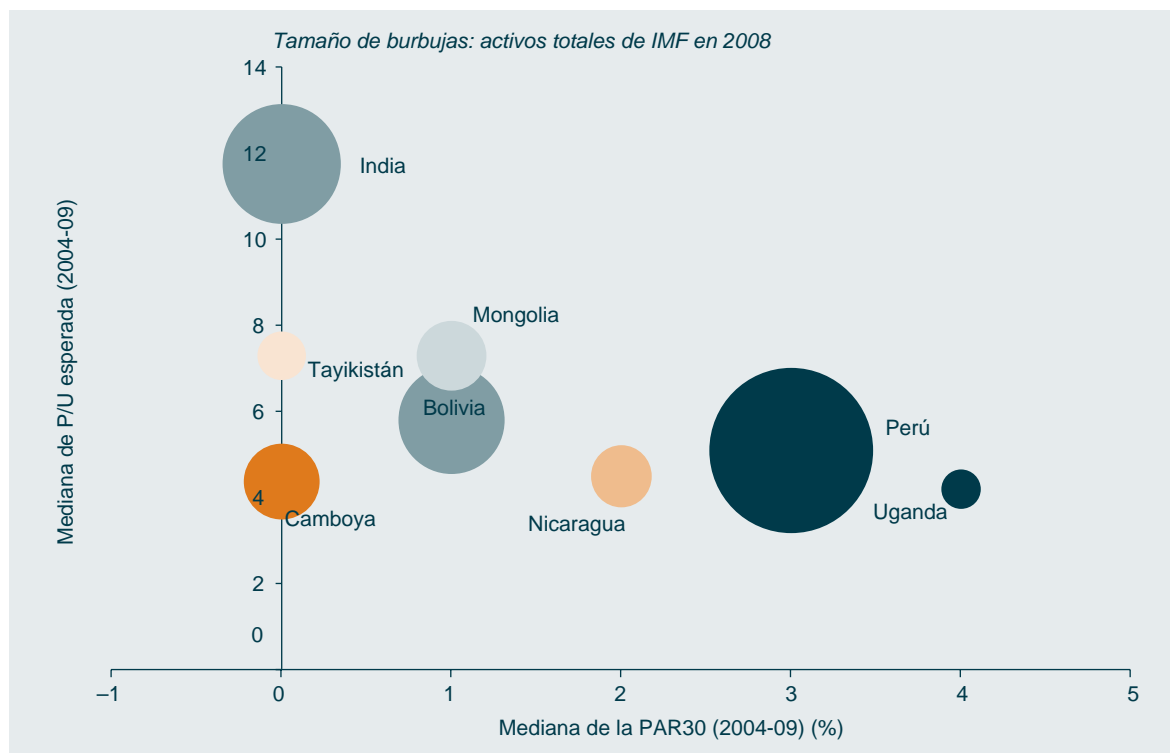
A pesar del colapso mundial, los inversionistas extranjeros siguieron aumentando sus inversiones en microfinanzas. Los fondos de microfinanzas especializados aumentaron el 54% su cartera de capital, que llegó así a un valor de US\$1,1 billones en 2008. Muchos fondos nuevos, incluidos el Blue Orchard Fund y el Developing World Markets Equity Fund, fueron lanzados en el primer trimestre de 2009.

Además, los bancos locales aprovecharon la crisis para hacer algunas adquisiciones estratégicas de IMF. Muchas transacciones insignia se informaron públicamente, incluida la compra de Edyficar por parte de Banco de Crédito del Perú, de Banco Solidario por parte de Banco Uno en Ecuador, de Opportunity Bank Montenegro por parte de Austrian Erste Steiermaerkische Bank, y de Finsol por parte de Financiera Independencia en México. Así el capital nuevo combinado de bancos e inversionistas comerciales que entró a un mercado de acciones reducido de más de 400 instituciones, junto con algunas ventas por parte de los inversionistas existentes, impulsó el precio de las IMF.

Otra razón detrás del aumento sostenido en las valuaciones de las microfinanzas son los

⁹ Fue necesario eliminar la región de África del gráfico porque la cantidad anual de transacciones era demasiado pequeña como para incluirla.

Gráfico 11: Una menor calidad de los activos afecta negativamente la relación precio-utilidades esperada



Fuente: CGAP.

indicadores de calidad de los activos, relativamente sólidos, de las IMF que reciben capital social. La PAR30 promedio de las IMF de 2008 para las transacciones de 2009 informadas ante el CGAP es del 2,6%, mientras que el promedio de MIX es del 3,1%¹⁰. Todo indica que tener activos de buena calidad es una precondition para atraer inversiones en el capital social.

De hecho, la mayoría de las transacciones informadas al CGAP luego de septiembre de 2008 ocurrieron en mercados resistentes con carteras de buena calidad, como India. Nuestros conjuntos de datos muestran que no hubo transacciones en los tres mercados que se vieron más afectados (Nicaragua, Bosnia y Herzegovina, y Marruecos) y que hubo muy pocas transacciones relacionadas con las IMF en dificultades.

Nuestro análisis indica que el mayor nivel de morosidad (expresado como PAR30) generó

un descuento considerable en los múltiplos de valuación. Nuestro modelo de regresión (véase apéndice II) muestra una correlación negativa significativa entre la PAR30 y los múltiplos precio-utilidades esperados, si se controla por diversos factores, como la ubicación geográfica, la rentabilidad y el valor de las transacciones.

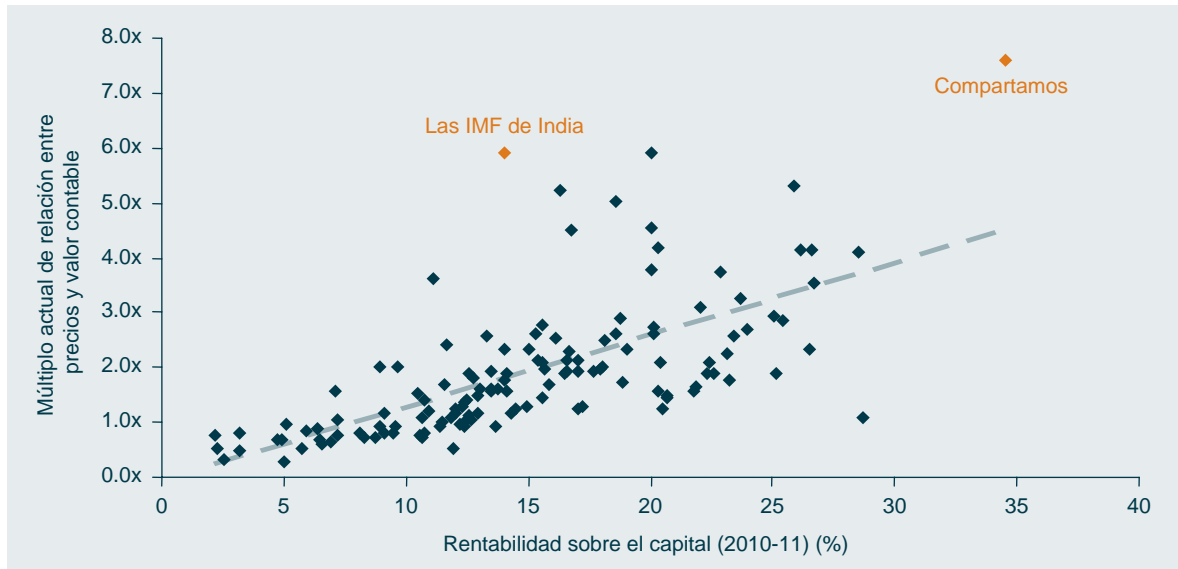
La calidad de los activos, el crecimiento del ingreso neto y la antigüedad de las IMF determinan las valuaciones

Todo indica que la rentabilidad no determina las valuaciones

En los mercados de capital privado maduros, los múltiplos de valor contable tienen una correlación positiva con la rentabilidad sobre el capital. En el gráfico 12 se presentan los múltiplos actuales de relación entre precios y valor contable de 150 bancos de todo el mundo abarcados por J.P. Morgan

¹⁰ Referencias de IMF de MIX, 2008.

Gráfico 12: Regresión de la rentabilidad sobre el capital y los múltiplos de relación entre precios y valor contable de 150 bancos en mercados internacionales



Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, Bloomberg. Precios al 23 de febrero de 2010. Usamos los múltiplos actuales de relación entre precios y valor contable y la rentabilidad sobre el capital promedio de 2010 y 2011, según proyecciones de analistas de J.P. Morgan. Notamos que la correlación llega al 69%, con una ordenada al origen de -0,1 y una pendiente de 1 3,2.

Cuadro 8: Matriz de equivalencia

Rentabilidad sobre el capital teórica	Coefficiente de relación entre precios y valor contable
0%	-0,1 veces
5%	0,6 veces
10%	1,2 veces
14%	1,8 veces
15%	1,9 veces
20%	2,6 veces
25%	3,2 veces
30%	3,9 veces
35%	4,5 veces
40%	5,2 veces
45%	5,9 veces
50%	6,5 veces
55%	7,2 veces
60%	7,9 veces

Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, sobre la base de la relación entre la rentabilidad sobre el capital y los múltiplos de relación entre precios y valor contable, tal como se describe en el gráfico 12. Destacamos las líneas que corresponden a una rentabilidad sobre el capital del 14% y un múltiplo de relación entre precios y valor contable de 5,9 veces, ya que son las cifras que corresponden al mercado de microfinanzas de India.

comparados con la rentabilidad sobre el capital promedio esperada para 2009-10. Todo indica que la rentabilidad sobre el capital determina los múltiplos de relación entre precios y valor contable, con un sólido coeficiente de correlación del 70%.

Sin embargo, esa relación no se cumple en nuestra muestra de las IMF. Si se diagraman el coeficiente de relación entre precios y valor contable y la rentabilidad como en el cuadro 9 y el gráfico 13, no se observa una relación entre los dos indicadores, lo que vuelve a indicar una falta de consenso en torno de las valuaciones de las IMF (en el apéndice II se presentan detalles sobre el modelo de regresión).

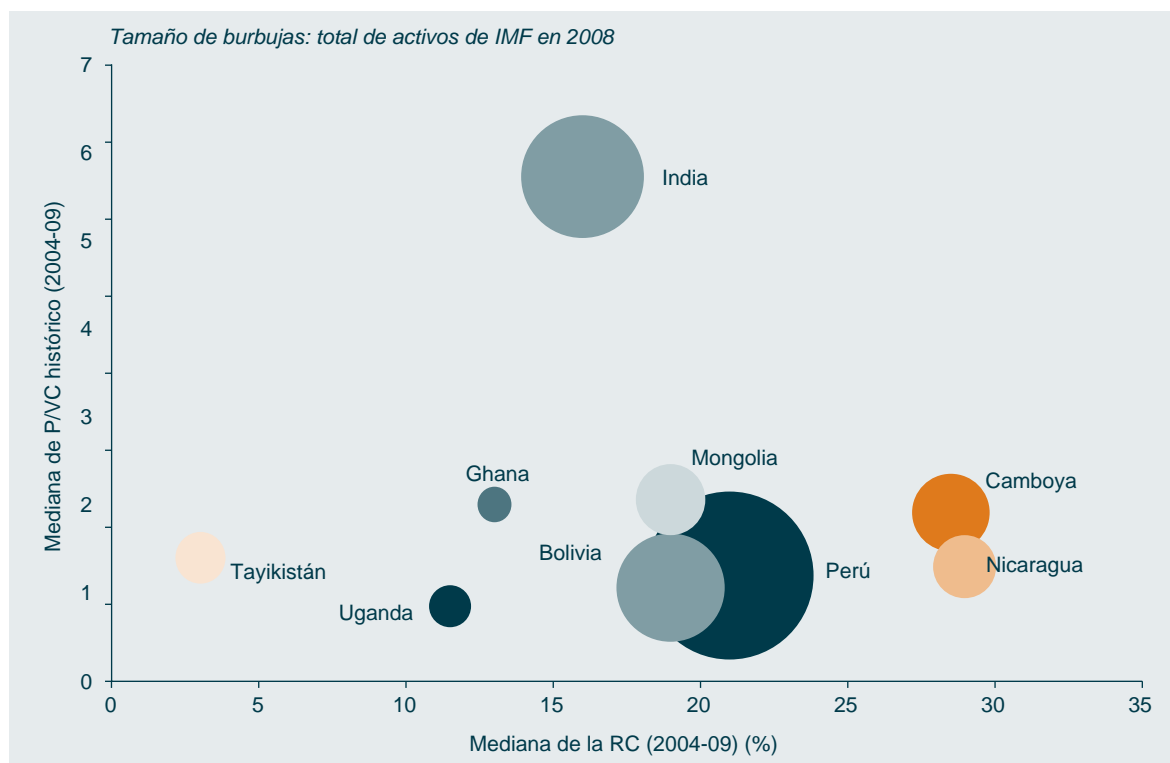
Las IMF de Europa oriental y África cotizan al mismo nivel del coeficiente de relación entre precios y valor contable de 1,9 veces, mientras que la rentabilidad sobre el capital promedio de las IMF de África es del 1,5%, y el de las IMF de Europa oriental es del 15,6%. Todo indica que los inversionistas no asignan demasiada importancia a la rentabilidad sobre el capital actual, sino que contemplan otros factores, como el crecimiento de las utilidades y el tamaño de los mercados.

Cuadro 9: No hay una correlación significativa entre el coeficiente de relación entre precios y valor contable y la rentabilidad sobre el capital

	Promedio no ponderado		Mediana	
	P/VC	RC (%)	P/VC	RC (%)
Bolivia	1,1	21,1	1,1	19,3
Camboya	2,1	26,7	1,9	28,5
Ghana	2,3	8,3	2,0	13,2
India	5,4	14,2	5,9	16,1
Mongolia	1,9	19,6	2,1	18,7
Nicaragua	1,7	26,2	1,3	29,1
Perú	1,3	20,5	1,2	21,0
Tayikistán	1,4	-3,2	1,4	3,3
Uganda	1,5	12,1	0,9	11,5
África	1,9	1,5	1,6	8,1
Asia	3,4	9,1	2,5	15,9
Europa y Asia central	1,9	15,6	1,8	19,1
América Latina y el Caribe	1,5	21,6	1,3	20,0

Fuente: CGAP.

Gráfico 13: No hay una correlación significativa entre el coeficiente de relación entre precios y valor contable (P/VC) y la rentabilidad sobre el capital (RC)



Fuente: CGAP. En este gráfico se muestran las cifras medianas. No hay relación entre la rentabilidad sobre el capital y el coeficiente de relación entre precios y valor contable en el caso de las IMF, lo que hace referencia a un mercado inmaduro. En los mercados maduros, el múltiplo de relación entre precios y valor contable pagado por una institución financiera depende de la rentabilidad de la institución, medida según la rentabilidad sobre el capital.

El crecimiento del ingreso neto es un determinante clave de la valuación

Los múltiplos precio-utilidades tienen una correlación positiva con el crecimiento del ingreso, tal como se demuestra en el cuadro 10 y el gráfico 14. Es evidente que los inversionistas asignan una prima a las perspectivas de crecimiento de las utilidades. Sin embargo, ese análisis no tiene en cuenta el efecto que la dilución de capital tiene sobre la valuación.

Primas sobre las IMF más jóvenes

Los inversionistas pagan múltiplos más altos por las IMF más jóvenes. Nuestro análisis de regresión (véase apéndice II) muestra que se trata de una tendencia general y estable entre distintos niveles de múltiplos de utilidades y valor contable. Es importante señalar que ese análisis ya tiene en cuenta el tamaño de la institución, que tiene una correlación positiva elevada con las valuaciones. Todo indica que los inversionistas asignan una prima al potencial de crecimiento de una institución. Las IMF en desarrollo tienden a crecer más rápido que sus homólogas más consolidadas. Además, las IMF nuevas y con más orientación

comercial tienden a tener una gerencia profesional y modelos de crecimiento más agresivos.

A modo de resumen, podemos decir que nuestro análisis estadístico demuestra que los principales determinantes del precio son la calidad de los activos, el crecimiento del ingreso neto y la antigüedad de las IMF. Sin embargo, reconocemos que los inversionistas tendrían en cuenta otros determinantes de la valuación, como el tamaño de la transacción, el país en que está ubicada la IMF, su condición jurídica, la rentabilidad actual, la estructura de costos, el coeficiente de endeudamiento financiero y la base de financiamiento.

El caso de India: valuaciones elevadas en un mercado dinámico

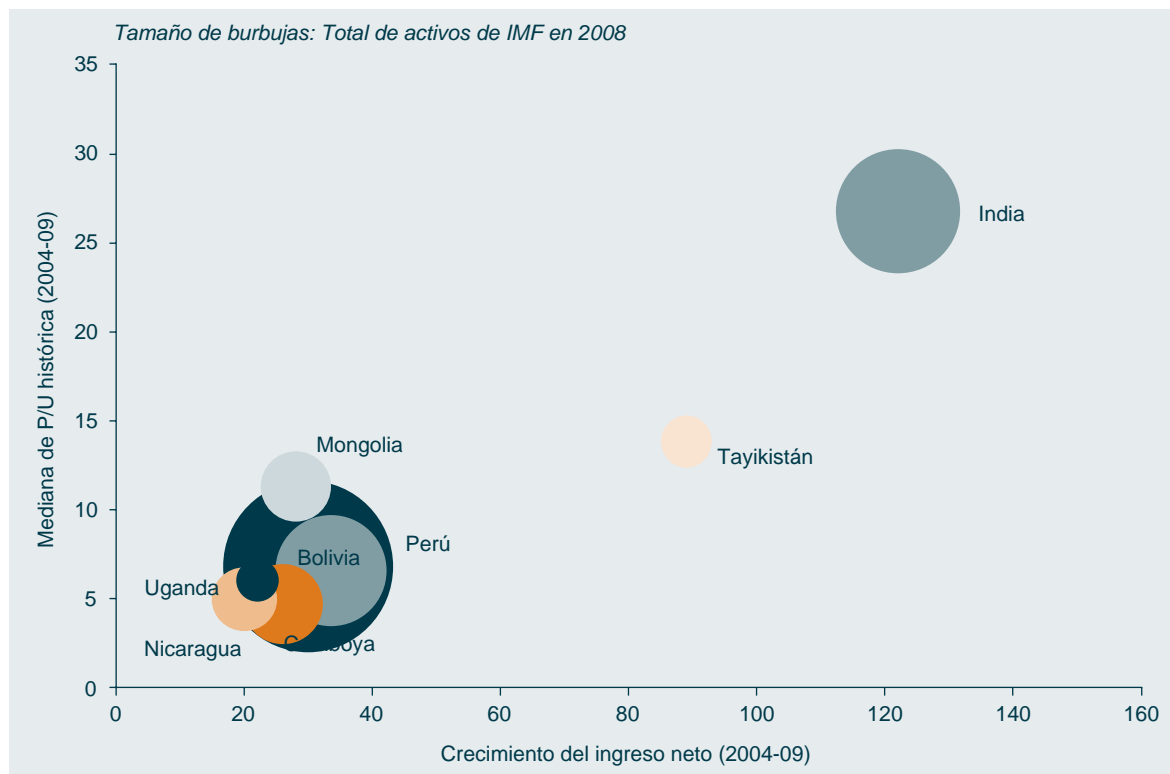
India fue un mercado importante para las transacciones de capital privado este año: representó más del 30% de las transacciones de nuestra muestra. Resulta todavía más sorprendente que las microfinanzas parezcan ser el objetivo predominante del capital privado en India: las IMF representaron el 40% de todas las transacciones de capital privado del país en los últimos dos años (Bhadra, 2009). Es posible que esto sea esperable, dadas las tasas

Cuadro 10: Las perspectivas de crecimiento ejercen una influencia significativa sobre la determinación de precios

	Promedio no ponderado		Mediana	
	P/U	Crecimiento del ingreso (porcentaje)	P/U	Crecimiento del ingreso (porcentaje)
Bolivia	6,3	28,3	6,6	33,5
Camboya	6,8	41,9	4,7	26,4
India	23,5	82,3	26,7	121,9
Mongolia	11,4	42,7	11,3	28,0
Nicaragua	6,7	19,5	5,0	20,3
Perú	9,1	73,1	6,8	30,1
Tayikistán	17,9	96,8	13,8	89,0
Uganda	8,1	-6,1	6,0	22,0
África	11,7	17,9	11,6	22,3
Asia	9,2	55,8	4,8	52,5
Europa y Asia Central	11,8	47,2	10,5	31,0
América Latina y el Caribe	8,3	54,2	6,9	25,5

Fuente: CGAP. P/U = relación precio-utilidades.

Gráfico 14: Las perspectivas de crecimiento ejercen una influencia significativa sobre la determinación de precios



Fuente: CGAP. En este gráfico se muestran las cifras medianas. P/U = relación precio-utilidades.

de crecimiento elevadas de las IMF de India y el potencial del mercado, que sigue siendo muy alto.

India tiene un gran potencial para las microfinanzas

India representa el mayor mercado de microfinanzas del mundo: más de 600 millones de personas que viven con menos de US\$1,50 por día, pero el mercado combinado de las IMF y grupos de autoayuda actualmente presta servicio a solo 67 millones de prestatarios, según estimaciones (Srinivasan, 2009)¹¹. Así, la demanda de microfinanzas insatisfecha de India es la mayor del mundo.

Además, las IMF de India están entre las de mejor desempeño en el sector. Entre 2003 y 2008, tuvieron la mayor tasa de crecimiento del mundo, tanto en términos de activos como de ingreso

neto (más del 100% por año en cada indicador en los últimos cinco años). Mantuvieron activos de calidad excelente (mediana de la PAR30 de 2008 en el 0,36%, mientras que las instituciones financieras no bancarias a nivel mundial registraron una mediana del 2,98%) y un modelo de bajo costo, con una mediana de coeficiente de eficiencia del 11% (que en el caso de las instituciones financieras no bancarias a nivel mundial fue del 19,8%¹²). Las instituciones financieras no bancarias grandes de India también cuentan con excelentes equipos de gestión y sistemas sólidos, según las calificaciones de CRISIL (2009). El mercado de India tiene una concentración significativa, y es una tendencia en aumento: las cinco IMF más grandes ya representan el 61% del total de clientes y están aprovechando su acceso a los mercados de capitales y su tamaño para crecer 2,5 veces más rápido que las 10 IMF siguientes en términos de tamaño (M-CRIL, 2009).

¹¹ Cabe señalar que los 67 millones de clientes informados incluyen un nivel significativo de "conteo doble" de diversos prestatarios, por lo que la cantidad de clientes potenciales sin acceso a las microfinanzas es todavía mayor que la que sugieren estas cifras.

¹² Datos ajustados de referencias de MIX de 2008 (<http://mixmarket.org/mfi/benchmarks>)

Sin embargo, los niveles actuales de valuación son fuente de preocupación

En 2009, las IMF de India se vendieron en el mercado de capital privado a una mediana de 5,9 veces el valor contable, en comparación con las 2,1 veces a nivel mundial. En nuestra opinión, es difícil justificar valuaciones tan altas en las IMF de India:

1. **La rentabilidad actual es moderada (el 14%) y depende de una relación endeudamiento-capital propio alta.** Nuestro análisis del coeficiente de relación entre precios y valor contable en relación con la rentabilidad sobre el capital sugiere que, para justificar las valuaciones actuales, la rentabilidad sobre el capital promedio de las IMF de India debería ser de aproximadamente el 45% (cuadro 8). Sin embargo, las instituciones financieras no bancarias de microfinanzas de India están generando una mediana de la rentabilidad sobre el capital de solo el 14,4%^{13,14}, con cifras sustancialmente mayores en las cinco instituciones más grandes. Además, esa rentabilidad sobre el capital ya está significativamente inflada por la creciente relación endeudamiento-capital propio: las 50 IMF más importantes de India tienen una relación endeudamiento-capital propio de 7,2 veces (Calificaciones de CRISIL, 2009), que en el caso del promedio de MIX mundial es de 3,3 veces para las instituciones financieras no bancarias.
2. **Los inversionistas no deberían pagar por el crecimiento per se.** Todavía existe un enorme mercado insatisfecho en India, y las IMF crecieron abruptamente en los últimos años para prestarle servicio. Sin embargo, el crecimiento en la participación de mercado o en la cantidad de clientes no se traduce necesariamente en un crecimiento en las utilidades o en una rentabilidad sólida, medida según la rentabilidad sobre el capital.
3. **Los niveles de morosidad bajos podrían no ser sostenibles.** Las IMF de India mantuvieron una excelente calidad de carteras hasta el momento, pero nos preguntamos si el nivel bajo de pérdidas de préstamos es sostenible. En particular, nos preocupan los indicios de recalentamiento en algunos estados de India, como Andhra Pradesh y Karnataka, y también la caída en los estándares de la generación de créditos informada por CRISIL. Sin embargo, en parte en respuesta a estos problemas, las principales IMF de India lanzaron recientemente iniciativas conjuntas para desarrollar estándares para el sector, como fijar límites máximos de deuda combinada para múltiples prestatarios y desarrollar un organismo de verificación de antecedentes crediticios para facilitar el intercambio de información (Microcapital Monitor, 2009). Si son aplicadas con eficacia, esas medidas podrían reducir significativamente el riesgo de burbujas crediticias en las microfinanzas de India.
4. **La penetración de las microfinanzas es elevada en regiones seleccionadas.** Las IMF están muy concentradas en los estados del sur del país, con poca presencia relativa en otras regiones. Creemos que la rentabilidad general bajará a corto plazo, a medida que las IMF se expandan hacia áreas menos penetradas, dados los costos operativos relativamente mayores que representa esa incursión. Al mismo tiempo, creemos que los márgenes empezarán a reducirse en los mercados más competitivos del sur del país.
5. **En nuestra opinión, la sobrevaluación se debe a flujos de capitales excesivos.** India recibió el 35% de las inversiones de capital privado de microfinanzas de 2008 y el 25% en 2009¹⁵. Una proporción significativa de esos flujos proviene de inversionistas que apuntan a generar ganancias flotando o finalizando sus

¹³ Datos no ajustados de referencias de MIX de 2008.

¹⁴ Un nivel alto de rentabilidad sobre el capital permitiría, de hecho, que el banco registrara un crecimiento más rápido en el valor contable por acción, que disminuiría naturalmente el múltiplo de relación entre precios y valor contable con el correr del tiempo. Este es el caso de Compartamos, que tuvo una rentabilidad sobre el capital promedio muy alta (del 43%) en 2009. El múltiplo actual de 6,7 veces está, por lo tanto, destinado a disminuir a medida que el banco registre un crecimiento del 32% en su valor contable a lo largo de los próximos tres años, según estimaciones de J.P. Morgan.

¹⁵ Base de datos de valuación del capital del CGAP.

inversiones en un plazo relativamente corto. En muchos casos pasados (por ejemplo, durante la burbuja de las “punto com” en la década de 1990), este tipo de capital generó excesos de valuación de los precios del capital social a corto plazo y una decepción a largo plazo.

Aunque nuestro análisis sugiere un mercado en el que predominan las transacciones de alto valor, reconocemos que nuestro conjunto de datos es limitado y podría no ser representativo de todas las operaciones de capital de las IMF en India¹⁶. Algunos inversionistas locales en microfinanzas, como el SIDBI, tienen una presencia activa en el mercado de acciones, y creemos que están invirtiendo en valuaciones más bajas. Además, todavía existen oportunidades de inversión social atractivas en India, en IMF pequeñas y medianas de regiones que reciben un servicio insuficiente, aunque su capacidad de absorción de capitales se ve limitada a causa del dominio creciente del mercado que ejercen las instituciones más grandes.

Todos los inversionistas en microfinanzas deben seguir de cerca la evolución de India. Dada la presencia en el mercado que tiene India, el efecto potencial podría sentirse en todo el sector de microfinanzas.

Valuación de transacciones en mercados bursátiles: Instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo

El mercado privado de transacciones de capital de las IMF demostró una resistencia notable frente al deterioro de la calidad de los activos y la rentabilidad, pero también debe examinarse el contexto más general del mercado de las instituciones que cotizan en bolsa a fin de recoger pautas sobre tendencias futuras. Dado que el conjunto de IMF que cotizan en bolsa es extremadamente limitado, para lograr esto se deben realizar comparaciones con otras instituciones similares.

Es esta sección, analizamos las tendencias de valuación en los mercados bursátiles de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo. Esas instituciones no necesariamente comparten el modelo de negocios de doble resultado final de la mayoría de las IMF, pero operan en los mismos mercados brindando servicios financieros (préstamos, pagos y seguros para consumidores y microempresas) a los segmentos de ingreso bajo de la población. Por eso, tienen paralelos interesantes con las IMF. Hemos detectado ocho instituciones de ese tipo.

Es esta sección, analizamos las respuestas a las siguientes preguntas acerca del desempeño de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo en cuanto a la calidad de los activos y al precio de las acciones en el contexto de la crisis mundial:

- ¿Cómo evolucionó la calidad de los activos de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo en el pasado reciente? ¿Su capital tiene buena cobertura?
- ¿Cómo se desempeñó el índice de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo, presentado por primera vez en el informe del año pasado, en el contexto de la crisis financiera?
- ¿Cómo se compara el índice de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo con los bancos principales?

La calidad de los activos se deterioró durante la crisis

Utilizamos dos conjuntos distintos de datos: 1) los datos de los sistemas bancarios de Indonesia y México, que son dos de los mercados más grandes de microfinanzas, y 2) dos instituciones financieras emblemáticas orientadas al segmento de ingreso bajo: el Compartamos de México y el Bank Rakyat Indonesia (BRI).

¹⁶ De las 21 transacciones de India en nuestro conjunto de datos, solo cuatro transacciones tuvieron una valuación inferior a 4 veces el valor contable, mientras que siete superaron el múltiplo de 6 veces el valor contable, y seis fueron tan elevadas (por encima de 10 veces el valor contable) que se tomaron como valores atípicos en el contexto de este análisis.

Los coeficientes de préstamos improductivos se incrementaron desde el comienzo de la crisis pero permanecen debajo de los niveles históricos

La calidad de los activos se deterioró en todas las líneas de productos tanto en México como en Indonesia. El Banco de México informó que el coeficiente de préstamos improductivos de los bancos mexicanos aumentó del 2,1% en junio de 2008 al 3,0% a fines de septiembre de 2009 y parece haberse estabilizado en torno a ese nivel¹⁷. De modo similar, el coeficiente de préstamos improductivos de Compartamos, definido como los préstamos que llevan más de 90 días vencidos sobre los préstamos totales, aumentó del 1,4% en junio de 2008 al 2,3% en septiembre de 2009.

En el caso de los bancos de Indonesia, según el Banco Central, el coeficiente de préstamos improductivos¹⁸ aumentó 80 puntos básicos entre septiembre de 2008 y el pico en la morosidad, en mayo de 2009, cuando el coeficiente llegó al 4,9%. Desde entonces, el coeficiente de préstamos improductivos se redujo y llegó al 4,3% en septiembre de 2009. En el BRI, el coeficiente

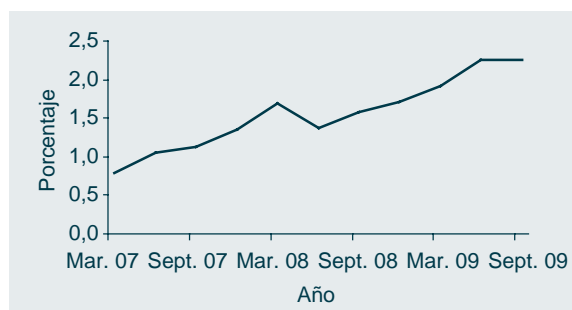
de préstamos improductivos, definido como los préstamos que llevan vencidos 91 días o más, aumentó del 3,4% en junio de 2008 al 3,9% en septiembre de 2009.

El aumento en los préstamos improductivos es leve en los bancos regulados de esos dos países, ni siquiera se asemeja a lo que temían los analistas cuando comenzó la crisis. Y las IMF que cotizan en bolsa, Compartamos y BRI, no sufrieron más que un efecto moderado a causa de la crisis. La cartera de créditos grupales de Compartamos resistió particularmente bien: su coeficiente de préstamos improductivos aumentó del 0,4% en septiembre de 2007 al 0,7% en septiembre de 2009¹⁹. De un modo similar, la cartera de microcréditos del BRI exhibe la misma resistencia que en crisis anteriores: su coeficiente de préstamos improductivos aumentó del 1,2% al final de 2007 a apenas el 1,7% en septiembre de 2009.

La fortaleza del capital bancario varía según el país

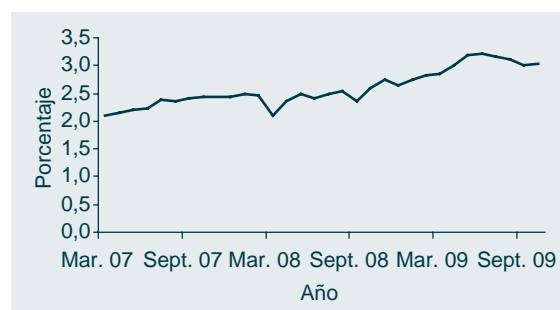
A pesar del aumento reciente en los préstamos improductivos, las tasas de morosidad de los dos

Gráfico 15: El coeficiente de préstamos improductivos de Compartamos aumentó del 1,4% en junio de 2008 (antes de la crisis) al 2,3% en septiembre de 2009



Fuente: Datos de la empresa. El coeficiente de préstamos improductivos se define como los préstamos que llevan vencidos 91 días o más. Datos hasta septiembre de 2009.

Gráfico 16: El coeficiente de préstamos improductivos de los bancos de México aumentó del 2,1% en junio de 2008 al 3,0% en septiembre de 2009



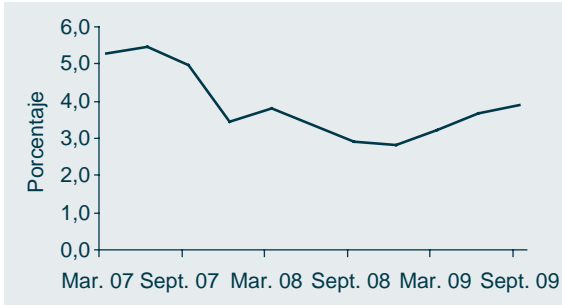
Fuente: Banco de México, datos hasta octubre de 2009.

17 El Banco de México recopila datos de los bancos mexicanos y los publica en forma trimestral. Como resultado, no incorpora datos de las instituciones financieras no bancarias (como Financiera Independencia) ni de las ONG. El Banco de México define los préstamos improductivos como los préstamos que llevan vencidos más de 90 días.

18 El Banco Central de Indonesia define los préstamos improductivos como los préstamos que llevan vencidos 91 días o más.

19 Los créditos grupales representaban el 74% del total de la cartera de préstamos del banco en septiembre de 2009. El resto de la cartera consistía en préstamos adicionales, préstamos personales y préstamos para renovación de viviendas.

Gráfico 17: El coeficiente de préstamos improductivos de BRI aumentó del 3,4% en junio de 2008 (antes de la crisis) al 3,9% en septiembre de 2009



Fuente: Datos de la empresa. El coeficiente de préstamos improductivos se define como los préstamos que llevan vencidos 91 días o más. Datos hasta septiembre de 2009.

Gráfico 18: El coeficiente de préstamos improductivos de los bancos de Indonesia aumentó del 4,1% en junio de 2008 al 4,3% en septiembre de 2009



Fuente: Banco Central de Indonesia, (CEIC). El coeficiente de préstamos improductivos se define como los préstamos que llevan vencidos 91 días o más. Datos hasta septiembre de 2009.

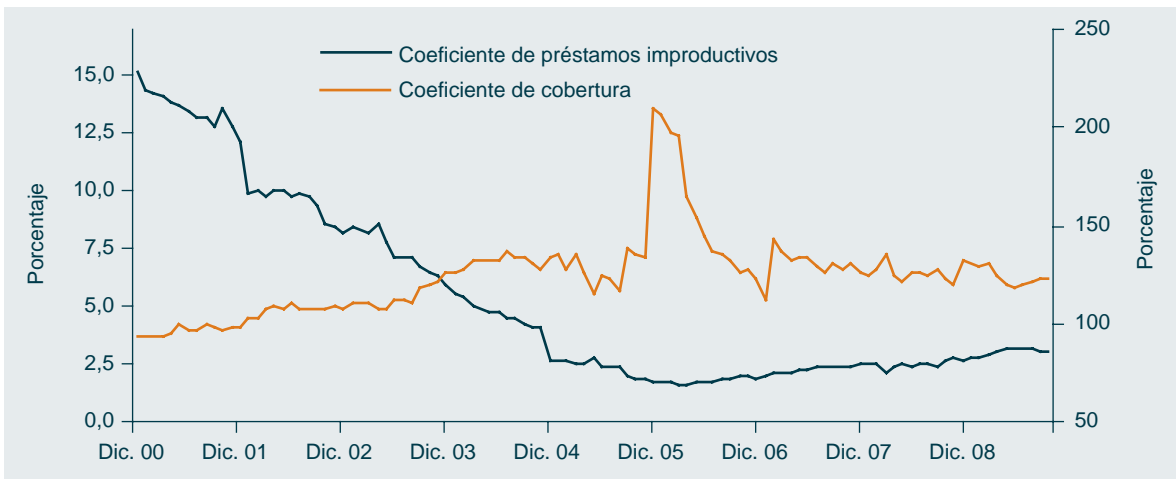
sistemas bancarios analizados en esta sección (México e Indonesia) permanecieron en niveles históricamente bajos. Eso difiere de los resultados de las IMF obtenidos en la primera parte de este documento, según los que las tasas de morosidad habían alcanzado máximos históricos.

El coeficiente de préstamos improductivos de Compartamos, del 2,3% en septiembre de 2009, permanece por debajo del promedio del sistema bancario, del 3,0% en México. Además, ese coeficiente del 3,0% en el caso de los bancos

de México está muy por debajo de los niveles observados al comienzo de la década (cuando los préstamos improductivos ascendían al 15%), como se observa en el gráfico 20. De modo similar, el coeficiente de préstamos improductivos de los bancos de Indonesia bajó durante la década: del 18,8% al final del año 2000 al 4,3% en septiembre de 2009.

A fin de evaluar la solidez de ambos sistemas bancarios, analizamos su coeficiente de cobertura de préstamos en mora (definidos como las

Gráfico 19: México: Se redujeron los préstamos improductivos y el coeficiente de cobertura permanece por encima del 120%



Fuente: Banco de México, datos hasta octubre de 2009.

Gráfico 20: Indonesia: Se redujeron los préstamos improductivos y el coeficiente de cobertura llegó al 135% en septiembre de 2009



Fuente: CEIC, datos hasta septiembre de 2009.

reservas para pérdidas por préstamos sobre los préstamos en mora). El coeficiente promedio de cobertura en México e Indonesia fue del 131% y el 144% respectivamente en septiembre de 2009, niveles relativamente altos según parámetros internacionales. Además, BRI y Compartamos gozaban de coeficientes holgados de cobertura, superiores al 150%, al final de septiembre de 2009, un porcentaje bastante más alto que el coeficiente promedio de cobertura de las IMF, según se analizó en la primera parte de este documento, que era de alrededor del 115% al final de 2009.

A pesar de las dificultades relacionadas con la calidad de los activos, las valuaciones de las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo aumentaron y superaron a las de los grandes bancos

Definición del índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo

El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo agrupa a ocho instituciones que cotizan en bolsa, entre las que se cuentan bancos e instituciones financieras

no bancarias, que brindan servicios financieros a la población de ingreso bajo. Es un índice ponderado en función de la capitalización de mercado, que abarca diversas poblaciones y modelos de negocios. Las instituciones se incluyen de acuerdo con cuatro criterios: 1) la institución financiera orientada al segmento de ingreso bajo brinda principalmente servicios financieros y está focalizada en los segmentos de ingreso bajo de la población; 2) cotiza en una bolsa de valores; 3) se tiene fácil acceso a su información financiera; y 4) sus acciones tienen una buena liquidez diaria.

El índice incluye bancos que no ofrecen exclusivamente préstamos de capital de trabajo a microempresas, sino que amplían su alcance para incluir préstamos para consumo. Las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo seleccionadas son el BRI, Danamon, Compartamos, Financiera Independencia, el African Bank, el IPF, First Cash Financial y Panamericano. Cabe destacar que se agregaron dos instituciones, First Cash y Panamericano, a la edición de este año del índice, a fin de ampliar su alcance.

First Cash Financial es el segundo operador más grande de tiendas de empeño en México y el

Cuadro 11: Ocho instituciones del índice de instituciones orientadas al segmento de ingreso bajo

First Cash Financial	Estados Unidos/México
Compartamos	México
Financiera Independencia	México
Banco Panamericano	Brasil
IPF	México/Europa oriental
BRI	Indonesia
Danamon	Indonesia
African Bank	Sudáfrica

Fuente: J.P. Morgan. Se indica la región en la que la institución tiene una mayor presencia.

tercero más grande en los Estados Unidos. Es un prestamista híbrido de crédito para consumo, a corto plazo y totalmente garantizado, y funciona como minorista de grandes descuentos sobre los bienes en garantía que ejecuta. El banco tenía US\$279 millones en activos totales en septiembre de 2009. Cotiza en el Nasdaq y su volumen de transacciones promedia los US\$4,0 millones diarios.

El **Banco Panamericano** es un banco regulado de Brasil que ofrece préstamos para consumo. El banco tenía US\$5900 millones en activos totales en septiembre de 2009 y US\$4500 millones en préstamos totales. Su cartera de préstamos se

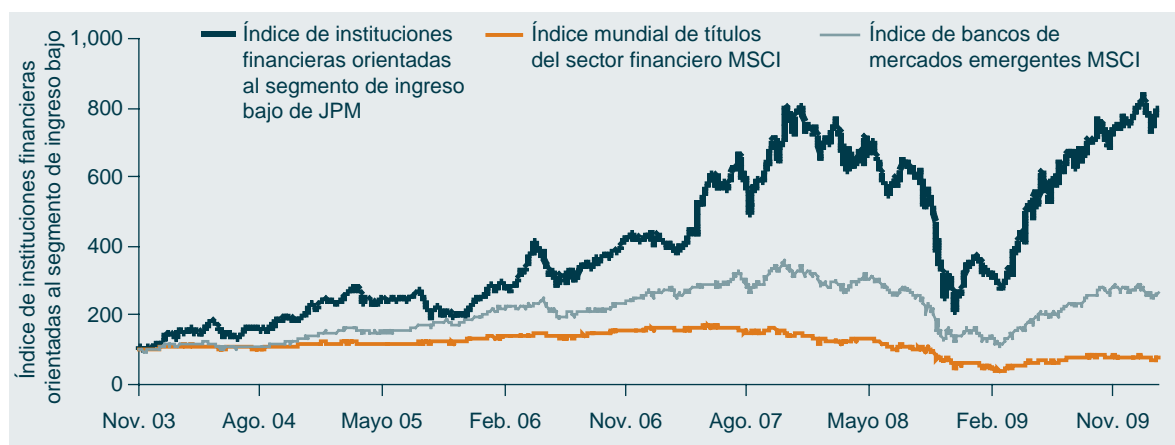
divide en: el 55% de préstamos para autos, el 24% de préstamos de tarjetas de crédito y el 13% de préstamos que se deducen de la nómina salarial. El tamaño promedio de los préstamos es de US\$4000. La empresa cotiza en la Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) y tiene un volumen promedio diario de transacciones de US\$2,8 millones.

El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo tuvo un mejor desempeño que los grandes bancos y opera el 1% por debajo de su máximo de 2007

Un repaso del desempeño histórico del índice muestra una mayor fortaleza que los bancos de mercados emergentes y los principales bancos de los mercados internacionales.

En el gráfico 21, realizamos una prueba del índice utilizando información pretérita desde noviembre de 2003 con el primer conjunto de cuatro instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo (el African Bank, el BRI, Danamon y First Cash Financial). El índice incorpora más instituciones a medida que estas empiezan a cotizar en bolsa: Compartamos (abril de 2007), el IPF (julio de 2007) e Independencia y

Gráfico 21: El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo tiene, a largo plazo, un desempeño superior al de los bancos



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 al 10 de noviembre de 2003. En el momento de su creación, el índice estaba constituido por cuatro instituciones (el BRI, Danamon, el African Bank y First Cash Financial) e incorporó las otras cuatro IMF (Compartamos, Financiera Independencia, Panamericano y el IPF) cuando estas comenzaron a cotizar en bolsa, en 2007. Los precios corresponden al 23 de febrero de 2010.

Gráfico 22: El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo opera el 1% por debajo de su máximo de diciembre de 2007



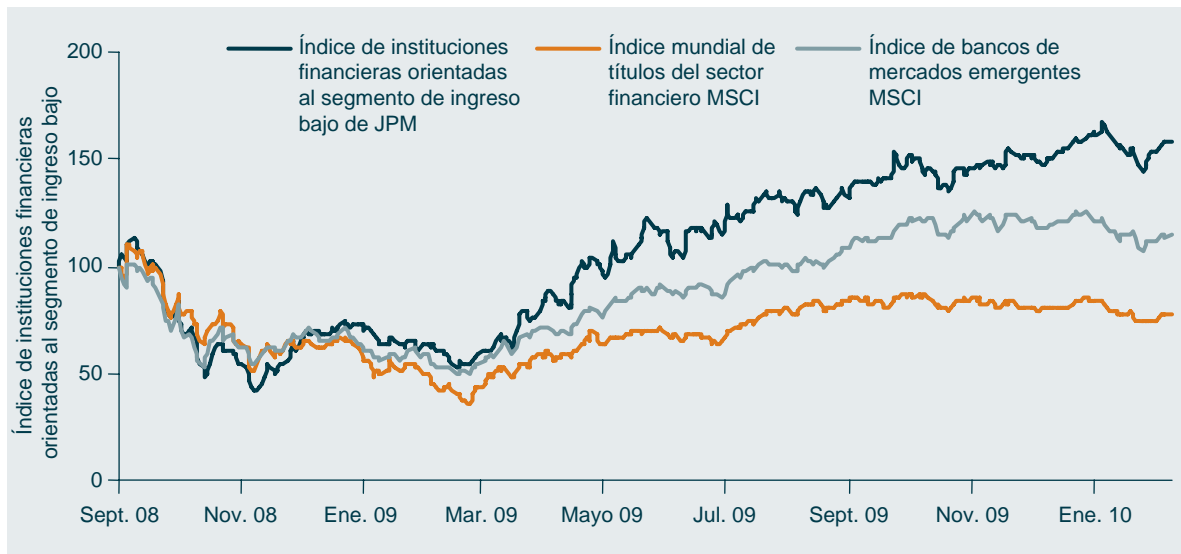
Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 al 10 de noviembre de 2007. Los precios corresponden al 23 de febrero de 2010.

Panamericano (noviembre de 2007). A largo plazo, el índice supera a los bancos tradicionales en el 714%, como se refleja en el índice de títulos del sector financiero MSCI.

El índice tiene base 100 al 10 de noviembre de 2003. Desde el pico de 801 el 2 de noviembre de 2007, el índice se mantuvo a la par del índice mundial de títulos del sector financiero MSCI hasta octubre de 2008. Desde entonces, se ha recuperado con fuerza y ahora opera cerca del máximo.

El gráfico 23 muestra el desempeño relativo del índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo y del índice mundial de títulos del sector financiero MSCI desde la quiebra de Lehman, en septiembre de 2008. El índice de instituciones financieras se recuperó marcadamente sobre su nivel previo a septiembre de 2008 y compensó las pérdidas de los 14 meses anteriores. Desde el comienzo de la crisis, el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo tuvo un mejor

Gráfico 23: El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo tuvo un mejor desempeño que bancos internacionales, del orden del 79%, desde la quiebra de Lehman (15 de septiembre de 2008)



Fuente: Bloomberg, J.P. Morgan. Base = 100 al 15 de septiembre de 2008. Los precios corresponden al 23 de febrero de 2010.

Cuadro 12: Resumen de valuación: Comparación de nuestro índice y los bancos tradicionales

Empresa	Símbolo	País de cotización	Cap. de mercado (millones de US\$)	VPOD (millones de US\$)	Precio local	P/U		P/V/C		RC		TCAC de las UPA 09-11E
						10E	11E	10E	11E	10E	11E	
African Bank	ABL SJ	Sudáfrica	3155	12,8	2420,0	8,5	6,2	1,5	1,4	18%	23%	32%
Banco Panamericano	BPNUM4 BZ	Brasil	1456	2,8	10,9	10,6	8,7	1,5	1,3	17%	17%	37%
BRI	BBRI IJ	Indonesia	9858	10,9	7450,0	10,6	8,9	2,8	2,4	28%	29%	23%
Compartamos	COMPARTO MM	México	2151	3,1	65,0	15,3	12,6	5,1	3,9	38%	34%	20%
Danamon	BDMN IJ	Indonesia	4636	4,2	5150,0	15,4	12,4	2,4	2,2	16%	19%	32%
First Cash Financial	FCFS US	EE. UU./México	634	4,0	21,3	13,0	10,9	2,4	2,0	19%	18%	17%
Fin. Independencia	FINDEP*	México	637	0,2	11,5	14,2	9,6	3,3	2,5	26%	31%	34%
IPF	IPF LN	Reino Unido	811	1,1	204,2	9,0	7,4	1,8	1,4	18%	19%	37%
Índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo						12,4	9,9	2,6	2,2	21%	24%	29%
África						10E	11E	10E	11E	10E	11E	09-11E
Asia y el Pacífico desarrollados						10,9	8,3	1,8	1,7	15%	18%	0%
Asia y el Pacífico emergentes						22,4	19,2	3,5	3,0	15%	16%	20%
Europa desarrollada						13,4	10,9	3,1	2,3	21%	23%	25%
Europa emergente						12,0	8,5	0,5	0,5	9%	11%	27%
América Latina						10,7	6,5	1,7	1,5	17%	22%	72%
Promedios ponderados por cap. de mercado de los bancos cubiertos por J.P. Morgan						14,2	10,2	2,7	2,0	20%	20%	17%
						16,2	13,2	3,0	2,4	18%	20%	28%

Fuente: Bloomberg, datos de las empresas, estimaciones de J.P. Morgan. VPOD = Volumen promedio de operaciones diarias de los últimos tres meses. Los precios corresponden al 23 de febrero de 2010.

Notas para el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo: Utilizamos estimaciones del consenso de Bloomberg para las acciones de cada empresa mencionada en el cuadro, excepto en el caso de First Cash Financial, para la que utilizamos estimaciones de J.P. Morgan para valor en libro por acción. El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo es un índice ponderado en función de la capitalización de mercado, con la ponderación del BRI reducida en 75% dado que la cartera de microfinanzas representa solo aproximadamente el 25% de su cartera total de préstamos.

Notas sobre bancos de mercados emergentes internacionales: Mostramos los promedios ponderados en función de la capitalización de mercado de los bancos que cubren los analistas de J.P. Morgan, que representan una muestra de más de 150 bancos en mercados internacionales.

desempeño que el índice mundial de títulos del sector financiero MSCI, del orden del 79%. Los que más aportaron al desempeño fueron Compartamos y el BRI, que ostentan las acciones más líquidas del índice.

A pesar de su mejor desempeño, el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo aún opera con un descuento con respecto a los bancos principales

El índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo opera con un descuento del 13% al 23% con respecto a los bancos principales

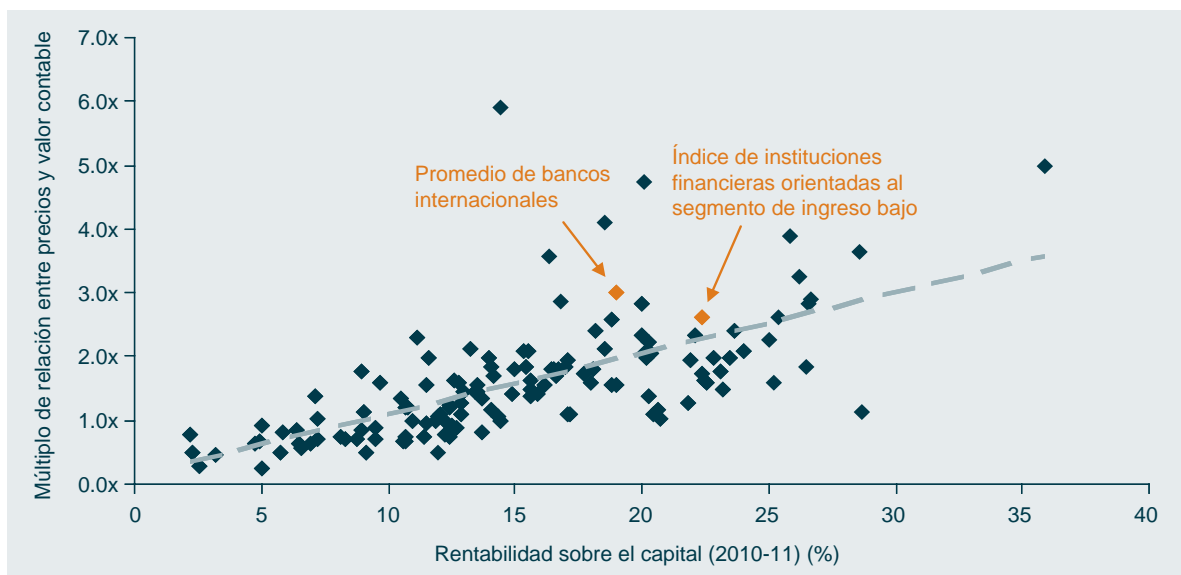
El cuadro expuesto a continuación muestra que el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo opera con un descuento en términos de su múltiplo de precio-utilidades, con utilidades futuras de 12,4 veces, mientras que los grandes bancos operan con utilidades futuras de 16,2 veces. Sin embargo, el crecimiento de las utilidades por acción es similar entre las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo

y los grandes bancos, de alrededor del 28% al 29%, en promedio, lo que sugiere que las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo operan a un múltiplo más bajo si todo lo demás permanece constante. Eso representa un descuento de aproximadamente el 23% para las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo en comparación con los bancos principales.

Además, el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo opera con un descuento en relación con los bancos principales en términos del múltiplo del coeficiente de relación entre precios y valor contable, a pesar de tener una rentabilidad sobre el capital promedio más alta, del 22% para las estimaciones de 2010-11, frente al 19% de los bancos principales. Las instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo operan con un descuento del 13% en comparación con los bancos principales, con un múltiplo del coeficiente de relación entre precios y valor contable de 2,6 veces, frente al múltiplo de 3,0 veces de los bancos principales.

El gráfico 24 muestra la correlación entre la rentabilidad sobre el capital y los múltiplos

Gráfico 24: Regresión de la rentabilidad sobre el capital y de los múltiplos de relación entre precios y valor contable para los bancos internacionales principales. La correlación alcanza un notable 71%



Fuente: Estimaciones de J.P. Morgan, Bloomberg. Los precios corresponden al 23 de febrero de 2010. Los múltiplos de relación entre precios y valor contable utilizan los precios corrientes divididos por el valor contable por acción al cierre de 2010. El eje de la rentabilidad sobre el capital utiliza el promedio de la rentabilidad sobre el capital de las instituciones para las estimaciones 2010-11.

de relación entre precios y valor contable de aproximadamente 130 bancos de todo el mundo. Actualmente, el índice de instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo opera a 2,6 veces el valor contable estimado para 2010, con un retorno promedio sobre el capital del 22% para 2009-10. Eso sugiere que la valuación actual del índice es justa, mientras que la valuación promedio de los bancos internacionales está por encima de la tendencia.

Conclusión

Algo más de un año después de la quiebra de Lehman Brothers, somos optimistas en cuanto a la capacidad de la industria de las microfinanzas de recuperarse del impacto de la crisis financiera.

En el comienzo de la crisis, a fines de 2008, la preocupación principal se relacionaba con una restricción de liquidez, y se temía que las IMF no pudieran refinanciar su deuda. En gran medida, el sector evitó esa suerte gracias a que el mercado de crédito que brindaba sus servicios a las IMF se recuperó con rapidez y los inversionistas del sector de las microfinanzas mantuvieron su compromiso con esa clase de activos. Sin embargo, la crisis expuso algunos problemas estructurales y debilidades operativas, y hoy el riesgo crediticio es la preocupación más saliente de los inversionistas y las IMF (Lascalles, 2009).

Algunos mercados muy dinámicos que experimentaron un crecimiento desenfrenado en los últimos años, como Nicaragua y Bosnia y Herzegovina, empezaron a sufrir crisis de morosidad a gran escala. Y, por primera vez en los 30 años de historia del sector, hemos visto una reducción simultánea y considerable de la calidad de los activos en la mayoría de las IMF a nivel mundial, que tuvo un impacto paralelo en su rentabilidad. Sin embargo, con algunas excepciones notables, hasta ahora las IMF lograron capear esta crisis de morosidad con éxito razonable reduciendo su crecimiento,

empleando su superávit de reservas para pérdidas por préstamos y manteniendo intacto su capital.

La caída de la actividad económica parece haber tocado fondo en los últimos meses de 2009; la mayoría de las IMF tienen una buena posición general para 2010 y es probable que vuelvan a crecer, aunque con una mayor atención sobre la gestión de riesgos y con estrategias de crecimiento más prudentes. No obstante, en el caso de algunas instituciones microfinancieras vulnerables, deberán cancelarse en libros préstamos improductivos y grandes cantidades de reestructurados. Para eso, puede ser necesario recurrir a acciones adicionales y una reestructuración considerable. En algunos casos, cabe esperar fusiones de empresas en dificultades o incluso liquidaciones.

En cuanto al capital privado, creemos que las valuaciones seguirán sostenidas por una gran cantidad de inversionistas privados y públicos con un compromiso a largo plazo en esa clase de activos. En el mercado privado, la mayoría de las transacciones de las IMF se mantendrán en el rango de entre 1,5 veces y 2,5 veces el valor contable, aunque es probable que algunas IMF en dificultades que necesiten aumentar su capital con urgencia se valúen a múltiplos más bajos. Es de esperar que la calidad de los activos y la estructura de financiamiento, al igual que la gestión y el buen gobierno, sigan siendo preocupaciones centrales para los inversionistas. Al mismo tiempo, creemos que los inversionistas deberán ser más selectivos que en el pasado en sus inversiones en las IMF.

Las OPI en el sector de las microfinanzas deberían reanudarse en los próximos meses. Las OPI esperadas para 2010 de SKS (la principal IMF de India) serían un hito que prepararía el terreno para OPI futuras en el sector. Según el resultado, es bastante probable que se intensifique el foco en el sector de microcréditos de India, y que eso

renueve el debate en torno a la rentabilidad y el impacto social de las IMF.

El entorno actual podría generar volatilidad a corto plazo en las valuaciones de las IMF, pero creemos que el panorama a mediano plazo para las inversiones en el capital social en el sector de las microfinanzas sigue siendo favorable. Para quienes asuman un compromiso a largo plazo con las microfinanzas (tanto financiero como social) creemos que 2009 llegará a considerarse como un importante período de transición, y que las lecciones y ajustes que dejó ayudarán a la industria de las microfinanzas a sentar las bases para un crecimiento más sólido y sostenible.

Bibliografía

- Bhadra, Sagar. 2009. "Microfinance sector losing sheen due to high valuations". En *The Hindu Business Line*, 18 de agosto.
- CRISIL ratings. 2009. *India Top 50 Microfinance Institutions*. CRISIL ratings, Mumbai, octubre.
- Chen, Greg, Stephen Rasmussen y Xavier Reille. 2010. "Growth and Vulnerabilities in Microfinance". Nota de enfoque 61. CGAP, Washington, DC.
- Economic Times. 2007. *Blackstone, Carlyle eye microfinance firms*. En *The Economic Times*, India, 12 de octubre de 2007.
- Gonzalez, Adrian. 2007. "Resilience of Microfinance Institutions to National Macroeconomic Events: An Econometric Analysis of MFI Asset Quality". documento de trabajo n.º 1 de MIX. MIX, Washington, DC, julio.
- Krauss, Nicolas e Ingo Walter. 2008. *Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?* Universidad de Nueva York, Nueva York, 18 de febrero.
- Lascelles, David. 2009. *Microfinance Banana Skins 2009: Confronting crisis and change*. Center for the Study of Financial Innovation, Londres.
- Littlefield, Elizabeth y Christoph Kneiding. 2009. "La crisis financiera mundial y su impacto en las microfinanzas". Nota de enfoque 52. CGAP, Washington, DC, febrero.
- M-CRIL. 2009. *M-CRIL Microfinance Analytics 2009*. M-CRIL, Gurgaon, India.
- Microcapital Monitor. 2009. "Indian MFIs Agree to Voluntary Credit Code Enforced by Microfinance India Network (MFIN) and Take Equity Stake in Credit Information Bureau". En *Microcapital Monitor*, 29 de diciembre. <http://www.microcapital.org/microcapital-brief-indian-mfis-agree-to-voluntary-credit-code-enforced-by-microfinance-india-network-mfin-and-take-equity-stake-in-credit-information-bureau>.
- Patten, Richard, y otros. 2001. "Microfinance Success Amidst Macroeconomic Failure: The Experience of Bank Rakyat Indonesia During the East Asian Crisis". En *World Development*, Vol. 29, n.º 6, págs.: 1057- 69.
- Rhyne, Elisabeth. 2001. *Commercialization and Crisis in Bolivian Microfinance*. Development Alternatives Inc, Washington, DC.
- Srinivasan, N. 2009. "Microfinance India: State of the Sector 2009". SAGE Publications, Nueva Delhi.

Apéndice I: Glosario

La **calidad de los activos**, en este contexto, corresponde a la calidad de los activos (préstamos) en el balance de una institución financiera, sobre la base de la probabilidad de que un préstamo determinado pague a tiempo el capital y los intereses. La baja calidad de los activos denota que la institución debe contar con reservas ante posibles pérdidas.

Las **instituciones financieras de desarrollo** son el brazo dedicado al sector privado de los organismos bilaterales e instituciones multilaterales públicos, como el Banco Mundial. Las instituciones financieras de desarrollo han sido establecidas para proveer inversiones y prestar servicios de asesoría a fin de fortalecer el sector privado en los países en desarrollo. Incluyen las organizaciones multilaterales, como la Corporación Financiera Internacional (subsidiaria del Banco Mundial) y las instituciones financieras bilaterales, como el banco alemán KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau).

Las instituciones financieras de desarrollo fueron los primeros inversionistas en microfinanzas. La mayoría comenzó financiando al sector de las microfinanzas a fines de la década de 1990, después del financiamiento de donaciones de organismos donantes desde la década de 1970. Las instituciones financieras de desarrollo traen un enfoque comercial de la industria de las microfinanzas; proporcionan préstamos, capital y garantías cuasicomerciales a las IMF. En 2008, había 16 instituciones financieras de desarrollo en actividad en el ámbito de las microfinanzas. Su cartera total destinada al sector de las microfinanzas supera los US\$4800 millones y creció el 24% en 2008. La mayoría de sus inversiones son en renta fija (62%) y se concentran en las IMF más grandes. Pero las inversiones en capital social de las instituciones financieras de desarrollo también están aumentando y llegaron al 16%, según

los datos más recientes, y el 57% de todas las inversiones en capital social van a Europa y Asia central. Según la Encuesta de donantes 2009 del CGAP, las cinco en capital social más importantes (KfW, BERD, IFC, AECID y la FMO) representan el 74% de todo el financiamiento de las instituciones financieras de desarrollo.

Las **instituciones financieras orientadas al segmento de ingreso bajo** son instituciones comerciales que cotizan en bolsa y operan en los mismos mercados que las IMF, y brindan servicios financieros (préstamos, pagos y seguros para consumidores y microempresas) a segmentos de ingreso bajo de la población, generalmente similares a aquellos a los que apuntan las microfinanzas. En muchos casos, no necesariamente tienen una agenda social explícita; si bien tienen un perfil distinto de riesgo/rentabilidad y su cartera de préstamos suele tener más préstamos para consumo que a microempresas, de todos modos, sirven para comparaciones interesantes con las IMF.

Las **instituciones microfinancieras (IMF)** ofrecen micropréstamos específicamente para prestatarios de ingreso bajo que, por lo general, son trabajadores autónomos o propietarios de empresas informales pequeñas, más que para trabajadores asalariados. El tamaño de los préstamos es pequeño (en promedio, US\$3000 en Europa y Asia central²⁰ y menos de US\$1000 en otras regiones), y los prestamistas recurren a técnicas crediticias alternativas que, en la mayor parte de los casos, no exigen la garantía convencional. La mayoría de las 1300 instituciones que responden a MixMarket (el servicio de intercambio de información de la industria) tienen a los préstamos a microempresas como producto principal pero cada vez ofrecen una mayor cantidad de otros tipos de préstamos, como préstamos hipotecarios o para consumo

²⁰ "MicroBanking Bulletin average for 2007", www.mixmarket.org.

orientados a trabajadores asalariados y cajas de ahorro. Las IMF adoptan diversas formas legales, desde una mutual de crédito o una ONG hasta una institución formal financiera no bancaria o un banco regulado. Muchas de ellas se alejan cada vez más de los subsidios de donantes para apalancar el capital comercial (generalmente deuda, depósitos e inversiones en capital social). La mayoría de las IMF considera que tiene un doble resultado final: las utilidades y el impacto social.

Los **vehículos de inversión en microfinanzas** son fondos o vehículos de inversión especializados en microfinanzas que median entre los inversionistas y las IMF. En 2008, había 103 vehículos de inversión en microfinanzas en actividad, que administraban activos totales por US\$6600 millones en diciembre de 2008. Los vehículos de inversión en microfinanzas abarcan un rango diverso de organizaciones en cuanto a la base de inversionistas, los instrumentos y la condición jurídica. El grupo más grande de vehículos de inversión en microfinanzas es el de los fondos mutuos de inversión regulados en renta fija, que tiene un promedio de activos por US\$161 millones. Estos vehículos se cuadruplicaron desde 2005, y cabe esperar que ese crecimiento continúe. Los inversionistas individuales hicieron un gran aporte al principio y siguen proporcionando un tercio del capital de los vehículos de inversión en microfinanzas. También las instituciones financieras de desarrollo suscribieron desde las primeras etapas e impulsaron muchos lanzamientos de vehículos de inversión en microfinanzas, como el fondo para capital llamado Profund. Hoy, los inversionistas institucionales proporcionan el pilar principal del financiamiento de estos vehículos en una proporción del 42%. Los vehículos de inversión en microfinanzas tienen invertidos sus fondos especialmente en renta fija (75%) de grandes IMF de Europa oriental y América Latina. Pero las inversiones en acciones están creciendo con rapidez (más del 47% en 2008) y superaron la marca de US\$1000 millones en 2008. Según el estudio sobre vehículos de

inversión en microfinanzas del CGAP de 2009, el retorno promedio de los fondos de capital privado en microfinanzas es del 10,5% (tasa de retorno interna bruta promedio; los mejores años de los dos vehículos de inversión en microfinanzas de la muestra son 1999 y 2003).

Las **instituciones financieras no bancarias** brindan servicios similares a los que ofrecen los bancos pero su licencia corresponde a otra categoría. La diferencia en la licencia puede deberse a que maneja menores requisitos de capital, a que tiene limitaciones en cuanto a los servicios financieros que puede ofrecer o a que la supervisa un organismo estatal distinto. En algunos países, las instituciones financieras no bancarias corresponden a una categoría especial creada para las IMF.

Préstamos improductivos es un término que emplean con frecuencia los bancos para describir los niveles de morosidad. La definición específica de "préstamos improductivos" suele estar determinada por la autoridad reguladora local que rige las instituciones bancarias y, por lo tanto, varía en gran medida según el país y la región.

La **cartera en situación de riesgo** es el valor de todos los préstamos vigentes de los que uno o más pagos de interés o capital llevan vencidos más de una cantidad determinada de días (por ejemplo: PAR30 = préstamos vencidos por más de 30 días). El monto informado incluye el saldo de capital impago, expresado como porcentaje de la cartera bruta de préstamos, es decir, con todos los préstamos corrientes, morosos y renegociados pero sin aquellos cancelados en libros. Esa es la definición utilizada en el Sym50. Cabe señalar que la definición de MIX de la cartera en situación de riesgo agrega al numerador el capital impago de los préstamos reestructurados o reprogramados.

Los **préstamos reestructurados/reprogramados** son préstamos cuya programación de pagos, tasa de interés y/o suma pendiente de capital han sido renegociadas con el prestatario.

La **inversión sostenible y responsable** es una frase genérica que abarca las inversiones éticas, las inversiones responsables y las inversiones sostenibles que combinan los objetivos financieros de los inversionistas con sus preocupaciones por cuestiones ambientales, sociales y de buen gobierno. Los inversionistas sostenibles y responsables pueden utilizar una gran variedad de estrategias de inversión, incluso la exclusión ética, la selección negativa, la selección positiva y la participación de las partes interesadas. Los inversionistas institucionales, como los fondos de pensión que integran factores ambientales, sociales y de buen gobierno en sus decisiones de inversión, son parte de los amplios mercados de inversión sostenible y responsable. Según el

estudio de Eurosif SRI realizado en 2008, el gran mercado de la inversión sostenible y responsable se estima en €5 billones, que incluyen €2 billones en los Estados Unidos y €2,6 billones en Europa.

Las **cancelaciones en libros** son préstamos que se consideran incobrables y se cancelan en el balance. Desde un punto de vista contable, la cancelación reduce la cartera de préstamos del lado de los activos y las reservas para pérdidas por préstamos del lado de los pasivos. Si las reservas no son suficientes para cubrir las pérdidas por préstamos, el patrimonio se ve perjudicado. Las cancelaciones pueden expresarse en términos absolutos y como porcentaje de los préstamos existentes brutos.

Apéndice II: Metodología y conjuntos de datos de transacciones privadas

La muestra cubre 200 transacciones que se llevaron a cabo entre enero de 2005 y septiembre de 2009, 56 de las cuales se recopilamos entre septiembre de 2008 y septiembre de 2009. El valor agregado de todas las transacciones es ligeramente mayor a US\$520 millones.

El CGAP recopiló y procesó los datos de transacciones, y los transfirió a J.P. Morgan en forma de totales. Esa operación se realizó para preservar la confidencialidad de los datos primarios. Puede consultarse el conjunto completo de cuadros del CGAP con datos totales sobre múltiplos de valuación en el sitio web del CGAP (www.cgap.org).

Analizamos los dos múltiplos históricos (las relaciones precio-utilidades históricas y los coeficientes de relación entre precios y valor contable históricos, también llamados múltiplos retrospectivos), y este año extendemos nuestro análisis a los múltiplos esperados (futuros).

Recopilamos alrededor de 100 operaciones durante este ciclo de este estudio, de los que incluimos apenas 56 en la muestra. No utilizamos transacciones que se hubieran ejecutado a valor nominal, de modo que no pudiera suponerse ningún proceso subyacente de valuación, ni que fueran parte de préstamos convertidos en capital. Al analizar los múltiplos de la muestra, eliminamos los siguientes valores atípicos: 1) los múltiplos negativos, 2) los múltiplos de relación entre precios y valor contable mayores

a 10^{21} y 3) los múltiplos de precio-utilidades mayores a 40.

Las transacciones que involucran a varias partes, que obviamente realizaron la valuación de manera conjunta, se tratan como una única transacción. Eso evita el sesgo que podría provocarse por incluir varias veces la información de una misma transacción en la base de datos.

Los múltiplos que mostramos son los que se obtienen luego que el financiamiento se capitaliza, es decir, se basan en la cantidad de acciones y datos financieros de la institución de microfinanzas **después** de la transacción. Eso no significa que los múltiplos así calculados sean la norma en la industria. De hecho, una cantidad considerable de gerentes de fondos utiliza múltiplos antes de que el financiamiento se capitalice para tomar decisiones. Nuestro objetivo no es más que asegurar que los datos de transacciones sean comparables.

Al presentar el conjunto de datos de este año, lo enmarcamos en el año de calendario; y el año 2009 comprende los primeros tres trimestres del año. Este año, también incluimos múltiplos esperados (futuros) para ilustrar mejor las expectativas de crecimiento de los inversionistas.

Este informe presenta agregados solo en los casos en que disponíamos de cinco observaciones primarias por agregado, por lo menos. Los casos que ofrecían menos observaciones están marcados con la sigla "ND" en todo el informe.

21 Se trata de una desviación con respecto al método del año pasado, que incluía valores de relaciones entre precios y valor contable de hasta 20. Decidimos reducir el umbral para crear una muestra más estable y confiable. Pueden atribuirse a esa regla las sutiles variaciones con respecto a las cifras del informe del año pasado.

Cuadro 13: Tamaño de las transacciones

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<US\$500 000	8,7	7,2	1,7	1,4	73
US\$500 000 - US\$1 000 000	9,4	7,4	1,7	1,4	36
US\$1 000 000 - US\$2 000 000	7,8	4,8	1,6	1,3	31
>US\$2 000 000	14,1	13,0	3,5	2,6	38

Fuente: CGAP.

Cuadro 14: Capitalización de mercado

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<US\$5 000 000	9,3	6,6	1,8	1,6	71
US\$5 000 000 - US\$10 000 000	10,0	7,6	1,6	1,3	35
US\$10 000 000 - US\$20 000 000	8,1	6,9	1,7	1,3	38
>US\$20 000 000	12,9	12,2	3,4	2,3	39

Fuente: CGAP.

Cuadro 15: Tipo de comprador

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Vehículo de inversión en microfinanzas	10,0	7,5	2,1	1,4	100
Institución financiera internacional	11,2	7,3	2,3	1,8	40
Otros	8,9	7,9	1,9	1,8	34

Fuente: CGAP.

Cuadro 16: Escala, cantidad de prestatarios

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Pequeña	11,5	9,8	1,6	1,6	41
Mediana	10,9	7,6	1,7	1,4	31
Grande	9,1	7,5	2,4	1,8	89

Fuente: CGAP. Pequeña=<10 000 prestatarios, mediana=10 000 a 30 000 prestatarios, grande=>30 000 prestatarios.

Cuadro 17: Nivel, activos totales

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Nivel 1	9,7	7,8	2,6	2,1	49
Nivel 2	10,2	7,9	2,0	1,5	59
Nivel 3	9,9	6,6	1,7	1,5	56

Fuente: CGAP. Nivel 1=Activos>US\$100 000 000, Nivel 2=Activos US\$15 000 000 a US\$100 000 000, Nivel 3=Activos< US\$15 000 000.

Cuadro 18: Antigüedad de la IMF

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Nueva	16,9	13,8	2,3	1,8	36
Joven	11,2	7,6	2,1	1,7	41
Madura	9,0	7,4	2,0	1,4	84

Fuente: CGAP. Nueva=0 a 6 años, joven=6 a 10 años, madura=>10 años.

Cuadro 19: Eficiencia

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<10%	6,6	6,8	3,3	1,9	4
10%-20%	8,3	7,3	1,8	1,4	76
20%-30%	12,4	11,8	1,5	1,4	14
>30%	11,5	9,1	2,5	1,7	57

Fuente: CGAP. Gasto operativo / cartera bruta de préstamos promedio del período.

Cuadro 20: Calidad de los activos, PAR30

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<1%	9,8	7,9	2,4	1,8	68
1%-3%	9,4	6,9	2,0	1,4	52
>3%	10,3	7,8	1,7	1,4	40

Fuente: CGAP. Saldo pendiente de préstamos (capital e interés) con uno o más pagos que llevan vencidos > 30 días / cartera bruta de préstamos.

Cuadro 21: Intermediación financiera, ahorros sobre activos totales

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
Nula	9,8	7,3	2,0	1,4	68
Mediana	9,9	6,6	2,6	1,9	47
Alta	10,1	8,4	1,8	1,5	68

Fuente: CGAP. Nula (intermediación financiera)= ahorros voluntarios / activos totales=0, mediana (intermediación financiera)= ahorros voluntarios / activos totales > 0 y <20%, alta (intermediación financiera)= ahorros voluntarios / activos totales>20%.

Cuadro 22: Relación endeudamiento-capital propio, deuda sobre capital

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<3	12,8	10,5	2,1	1,7	38
3-6	9,7	7,6	1,9	1,4	59
>6	9,1	7,5	2,2	1,8	67

Fuente: CGAP. Pasivos totales / capital total.

Cuadro 23: Alcance, saldo promedio de préstamos

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<50%	10,7	7,3	2,6	1,7	57
50%-150%	9,1	7,9	2,0	1,7	51
>150%	10,3	8,1	1,6	1,4	56

Fuente: CGAP. Saldo promedio de préstamos por prestatario / ingreso nacional bruto per cápita.

Cuadro 24: Alcance, saldo promedio de ahorros

	P/U histórica		P/VC histórico		Muestra
	Promedio no ponderado	Mediana	Promedio no ponderado	Mediana	
<50%	11,3	7,3	2,9	2,3	31
50%-100%	9,0	8,9	1,6	1,4	42
>100%	8,2	5,6	1,5	1,3	28

Fuente: CGAP. Gasto operativo / cartera bruta promedio de préstamos del período.

Cuadro 25: Resultados de la regresión

	P/U histórica	P/VC histórico
Deuda/capital	No	No
Coefficiente de gasto operativo (log)	No	No
PAR30	No	No
Crecimiento del ingreso neto	+	+
Rentabilidad sobre el capital	-	No
Antigüedad	-	-
Cartera bruta de préstamos (log)	+	No
Tamaño de transacción	+	+
R cuadrado	10,3%	19,6%
	P/U esperada	P/VC esperado
Deuda/capital	No	No
Coefficiente de gasto operativo (log)	+	+
PAR30	-	No
Crecimiento del ingreso neto	No	No
Rentabilidad sobre el capital	-	No
Antigüedad	-	-
Cartera bruta de préstamos (log)	+	No
Tamaño de transacción	+	+
R cuadrado	8,7%	16,3%

Fuente: CGAP. El coeficiente de gasto operativo se calcula como los gastos operativos divididos por los préstamos. Todos los modelos se especifican como regresiones Tobit (valores censurados a la izquierda) e incluyen variables ficticias para África, Asia, y Europa y Asia central (los países de América Latina son la categoría omitida). Nota: "+" indica un efecto positivo significativo; "-" indica un efecto negativo significativo; "no" indica que no hay un efecto significativo. Algunas variables se han convertido a variables lineales (indicadas con "log") para un mejor ajuste del modelo.

Apéndice III: Lista de colaboradores

El CGAP agradece los aportes de las siguientes organizaciones para su encuesta confidencial de capital privado de 2009.

- Aavishkaar Goodwell
- ACCION Microfinance Bank Limited
- Advans
- Belgian Investment Company for Developing Countries SA/NV (BIO)
- Blue Orchard
- European Fund for Southeast Europe (EFSE)
- Incofin Investment Management
- India Financial Inclusion Fund (IFIF)
- Kreditanstalt fuer Wiederaufbau (KfW)
- Mecene Investment/Africap
- MicroVest II, LP
- Nederlandse Financierings-Maatschappij voor Ontwikkelingslanden N.V. (FMO)
- Norwegian Investment Fund for Developing Countries (Norfund)
- Oikocredit
- Omidyar Tufts Microfinance Fund (OTMF)
- Opportunity International
- Proparco
- Solidarité Internationale pour le Développement et l'Investissement (SIDI)
- Triodos Investment Management BV
- XacBank

Comparta este número de Estudios Especiales con sus colegas o solicite ejemplares adicionales de éste u otros artículos de la serie.

CGAP agradecerá sus comentarios sobre este trabajo.

Todas las publicaciones del CGAP están disponibles en su sitio web: www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, DC
20433 Estados Unidos

Tel: 202-473-9594
Fax: 202-522-3744

Email: cgap@worldbank.org

© CGAP, 2010

J.P.Morgan

Los autores de este estudio especial son Xavier Reille, Christoph Kneiding, Daniel Rozas, Nick O'Donohoe y Frederic Rozeira de Mariz. Richard Rosenberg y Jeanette Thomas, del CGAP, brindaron una guía inestimable durante la investigación. Los autores desean agradecer también los aportes de Christina Leijonhufvud, directora del equipo de finanzas del sector social de J.P. Morgan, y a Mia Feldman, del equipo de finanzas del sector social; a Neil Gupte, analista de finanzas asiáticas de J.P. Morgan; David Lewis, analista de organismos de verificación

de antecedentes crediticios de J.P. Morgan; y a Aditya Srinath, directora de investigación bursátil para Indonesia de J.P. Morgan. Elisa Sitbon, del CGAP, brindó una excelente asistencia para la investigación. Deseamos agradecer a los inversionistas y las instituciones microfinancieras que colaboraron con la encuesta confidencial de valuación del capital social del CGAP (ver lista completa de instituciones en el apéndice III). También estamos agradecidos a MIX y a Symbiotics por sus datos y análisis sobre microfinanzas. *Los autores son responsables de las opiniones vertidas en este informe y de cualquier imprecisión que este pudiera contener.*

Se recomienda citar este estudio especial de la siguiente manera:

Reille, Xavier, Christoph Kneiding, Daniel Rozas, Nick O'Donohoe y Frederic Rozeira de Mariz. 2010. "Todas las miradas sobre la calidad de los activos: Estudio mundial sobre la valuación de las microfinanzas 2010". Estudio especial n.º 16. CGAP, Washington, DC, marzo.

