

# DIFICULTADES CREDITICIAS DE LAS PYMES DERIVADOS DE LA INFORMACIÓN ASIMÉTRICA

Jorge E. Bellina Yrigoyen \*

**RESUMEN:** Este trabajo comienza explicando la importancia que tiene para la política monetaria conocer los mecanismos de transmisión monetaria. Luego de exponer cada uno de los canales, se detiene en el canal crediticio para explicar la vinculación entre la información asimétrica y el racionamiento del crédito. Explica cómo la existencia de un mercado crediticio con responsabilidad limitada, selección adversa, hazard moral y costos de monitoreo, implica que la cantidad ofrecida de créditos, especialmente a las Pymes, puede no crecer al subir la tasa de interés. Muestra cómo, en Argentina, el problema de racionamiento crediticio a las Pymes se potenció con la concentración bancaria. Termina proponiendo un mecanismo asociativo entre Pymes que, con el apoyo de los gobiernos Provincial y/o Municipal, basado en Sociedades de Garantía Recíproca y fideicomisos financieros pueden solucionar en gran medida este problema a nivel regional.

**Palabras claves:** transmisión monetaria - política monetaria - información asimétrica - racionamiento del crédito - mecanismo asociativo entre Pymes

**ABSTRACT:** *Credit Challenges of Small and Medium Enterprises (SME) Arising from Asymmetrical Information*

The first part of this paper is devoted to account for the importance of knowledge of the mechanisms of monetary transmission has in monetary policy. After an analysis of every channel, the focus of analysis falls on the credit channel in an attempt to account for the relationship between asymmetrical information and credit rationing. It shows how the existence of a credit market with limited liability, adverse selection, moral hazards and monitoring costs may exert its constraining influence upon credit offer, in particular to SME, as a result of an increased interest rate. It reveals how the credit rationing issue has impinged upon Argentine SME mainly as a result of banking concentration. Finally, in an attempt to solve this problem at the regional level, it suggests the pursuit of a mechanism among SMEs, duly supported by State and Local governments. This should be modeled on Mutual Guarantee Partnerships and a financial trust.

**Keywords:** monetary transmission - monetary policy - asymmetrical information - credit rationing - joint mechanism among SMEs.

## 1. Introducción

En la actualidad hay gran consenso entre los economistas respecto a que la política monetaria puede tener apreciable influencia en el comportamiento de la economía, al punto que, en años más recientes, muchos defienden la idea de que tanto la estabilización del producto como el freno a la inflación deberían dejarse en manos de la política monetaria. El descrédito hacia la política fiscal, que tuvo su auge en la década de los años 60, se debió tanto al temor hacia los crecientes y persistentes déficit públicos como a la escasa efectividad de los cambios en los impuestos y gastos para alcanzar los objetivos y resultados esperados de la estabilización

Dado que la política monetaria se ha convertido en una parte nuclear de las políticas

---

\* Jorge Bellina Yrigoyen es Licenciado en Economía, graduado de la Universidad Nacional de Rosario (UNR). Se desempeña como profesor de Micro y Macroeconomía en la Universidad del Centro Educativo Latinoamericano (UCEL) y en la UNR. Es actualmente Director de la carrera de Licenciatura en Economía de la UCEL.

macroeconómicas, resulta entonces interesante preguntarse cuál o cuáles son los mecanismos de transmisión a través de los cuales la faz monetaria afecta a la economía real. Distinguir cada uno de los canales de transmisión monetaria, y su importancia relativa, resulta útil al menos por tres motivos:

- a) Entender qué agregados macro son afectados por la política monetaria mejora nuestra comprensión sobre los nexos entre los sectores monetario y real de la economía.
- b) Una mejor comprensión de los mecanismos de transmisión ayuda a quienes formulan las políticas a interpretar las variaciones de los agregados monetarios con más precisión.
- c) Más información acerca de los mecanismos de la transmisión quizás lleve a una mejor elección de objetivos. Por ejemplo, si el “canal del crédito” es una parte importante del mecanismo de transmisión, las autoridades deben centrar más su atención sobre las carteras bancarias; por otro lado, si el “canal del tipo de interés” resultase más crucial, entonces el Banco Central puede necesitar concentrar en mayor medida sus objetivos sobre el control del tipo de interés.

Por último la política monetaria, si bien es una herramienta poderosa y de gran alcance, tiene a veces consecuencias inesperadas o indeseadas por lo que, para que ella sea acertada, las autoridades deben tener un cálculo exacto de la sincronización y efectos de su política sobre la economía, requiriendo así la más completa comprensión de los mecanismos a través de los cuales esta política afecta la economía real. Estos mecanismos de transmisión son descritos a continuación.

## 1.1 Los mecanismos de transmisión monetarios<sup>1</sup>

**1.1.1 El canal de la tasa de interés:** El impacto de la política monetaria sobre la economía real a través del tipo de interés ha sido la clave en los modelos básicos, presentes en los libros de texto keynesianos, durante los últimos 50 años. Según esta visión tradicional un ajuste monetario se transmite a la economía real a través del siguiente mecanismo:

$$(I) \quad M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$$

Donde  $M \downarrow$  indica una política monetaria contractiva que conduce a una subida de los tipos reales de interés  $i \uparrow$  que a su vez elevan el coste de capital causando por este medio una declinación en el gasto de inversión  $I \downarrow$ , que provoca después una reducción en la demanda agregada y a una caída en el producto  $Y \downarrow$ .

Si bien J. M. Keynes puso el acento en que este canal funcionaba a través de las decisiones sobre el gasto de inversión, recientemente se reconoce que las decisiones de los consumidores sobre gasto en bienes durables y construcciones residenciales también son decisiones de inversión. Así en el canal de la transmisión monetaria del tipo de interés delineado más arriba la  $I$  incluye tales gastos.

Algunos economistas como J. Taylor<sup>2</sup> apoyan la idea de que la política monetaria contractiva inicialmente eleva el tipo de interés nominal a corto plazo, pero con una combinación

de precios rígidos y de expectativas racionales termina elevando el tipo de interés real a largo plazo. Al ser esto percibido durante algún tiempo, estos tipos reales de interés más altos conducen a una declinación en la inversión fija de las empresas, la inversión de inventarios, la construcción residencial y el gasto en bienes durables de los consumidores, todo lo cual provoca una declinación en el PBI. Es así como se dan fuertes efectos del tipo de interés sobre los gastos de consumo e inversión y, por lo tanto, un potente canal de transmisión monetaria a través del tipo de interés.

**1.1.2 El canal del tipo de cambio:** Luego de los años '70, con el advenimiento de los cambios flexibles y la internacionalización cada vez mayor de la economía, se prestó mayor atención al mecanismo monetario que actuaba a través de los efectos del tipo cambio sobre las exportaciones netas (NX) Este canal presupone los efectos del tipo de interés, porque cuando se eleva la tasa real de interés doméstica, los depósitos domésticos en moneda nacional se hacen más atractivos en relación a los depósitos denominados en moneda extranjera, conduciendo a un aumento en el monto de los depósitos en moneda nacional en relación a los depósitos en moneda extranjera, es decir, una apreciación de la moneda nacional (denotada por  $E\uparrow$ ) El mayor valor de la moneda nacional hace que las mercancías domésticas sean más caras que las mercancías extranjeras causando, por este motivo, una caída en las exportaciones netas ( $NX\downarrow$ ) y por lo tanto en el PBI ( $Y\downarrow$ ). El siguiente diagrama esquematiza el mecanismo monetario de transmisión que funciona a través del tipo de cambio:

(II)  $M\downarrow \rightarrow i\uparrow \rightarrow E\uparrow \rightarrow NX\downarrow \rightarrow Y\downarrow$

**1.1.3 Efectos a través de los precios de los activos:** Los monetaristas<sup>3</sup> sostienen que es crucial observar cómo la política monetaria afecta el universo de los precios relativos de los activos y de la riqueza real. A menudo son reacios a confiar en mecanismos específicos de transmisión, porque perciben que estos mecanismos cambian durante las distintas etapas de los ciclos económicos. No obstante los monetaristas frecuentemente ponen el acento en dos mecanismos de transmisión monetaria, que reseñamos a continuación.

*1.1.3.1 La teoría de la  $q$  de Tobin:* Proporciona un mecanismo por el cual la política monetaria afecta la economía a través de sus efectos sobre la valuación de los patrimonios. James Tobin (1969)<sup>4</sup> define  $q$  como el valor de mercado de la empresa dividido por el coste de reemplazo de capital. Si  $q$  es alta significa que el precio de mercado de las firmas es elevado en relación al costo de reemplazo del capital (el nuevo capital de planta y equipamiento resulta barato en relación al valor de mercado de las empresas). Bajo estas condiciones las compañías pueden emitir acciones a precios elevados en relación al costo de la planta y del equipo que desean comprar. Así la demanda de inversión se elevará porque las firmas pueden comprar muchos nuevos bienes de capital con solo una pequeña emisión de acciones.

Por otra parte, cuando  $q$  es baja, las firmas no invertirán porque el valor de mercado de las empresas es bajo en comparación al costo de capital, en estas circunstancias si las compañías desean adquirir bienes de capital les conviene comprar otra empresa que esté barata y adquirir viejo capital a cambio, por lo que la demanda de inversión será baja.

Según los monetaristas, el modo en que la política monetaria puede afectar los precios de los activos es el siguiente: cuando cae la oferta de dinero, el público encuentra que tiene menos dinero que el deseado e intenta adquirirlo disminuyendo sus gastos. Un sector donde el público puede gastar menos es en los mercados de valores, disminuyendo la demanda de las acciones y por lo tanto bajando el valor de las empresas. Otra versión (más keynesiana) llega a una conclusión similar porque considera que la subida de los tipos de interés, proveniente de las políticas monetarias contractivas, hace los bonos más atractivos en relación a las acciones, causando así una baja en el precio de estas. El hecho de que bajen los precios de los activos empresariales ( $P\downarrow$ ) conducirá a una  $q$  más baja ( $q\downarrow$ ) y a un gasto de inversión menor ( $I\downarrow$ ). El mecanismo de transmisión sería el siguiente:

$$(III) \quad M\downarrow \rightarrow P\downarrow \rightarrow q\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

*1.1.3.2 Efecto riqueza sobre el consumo:* Este canal ha sido defendido por Franco Modigliani en varios de sus trabajos<sup>5</sup>, él, usando su modelo del ciclo vital, defiende la idea de que los gastos en consumo son determinados por los ingresos a lo largo de toda la vida de los individuos, estos recursos dependen a su vez del capital humano, del capital real y de la riqueza financiera. Como un componente importante de la riqueza financiera son las acciones ordinarias, al caer los precios de éstas el valor de la riqueza financiera disminuye, y disminuyen también los recursos a lo largo de todo el curso de vida de los consumidores. La consecuencia es que el consumo debe bajar ( $C\downarrow$ ).

Puesto que la política monetaria contractiva puede conducir a una declinación en los precios de las acciones ( $P\downarrow$ ), tenemos otro mecanismo de transmisión monetario:

$$(IV) \quad M\downarrow \rightarrow P\downarrow \rightarrow \text{riqueza}\downarrow \rightarrow C\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

Meltzer<sup>6</sup>, al describir la experiencia japonesa de los años '80 y '90, explica cómo la política monetaria tiene un impacto importante en la economía a través de su efecto sobre los valores inmobiliarios. Los dos últimos canales analizados (III y IV) ilustran esta visión: una contracción monetaria puede conducir a una declinación en los valores de la tierra y de las propiedades, que hace declinar la riqueza inmobiliaria hasta el punto de causar una declinación en el consumo y el PBI. Esto es descrito por el canal (IV) en el que  $P$  puede también representar el valor de la tierra y de las propiedades.

De manera análoga la teoría de la  $q$  de Tobin puede aplicarse a las estructuras y casas residenciales, de modo que el canal (III) representa una aplicación del mecanismo de la teoría  $q$ : una contracción monetaria provoca una caída en los valores de la tierra y las propiedades, estas bajan su valor de mercado en relación al costo de su reemplazo, resultando en una caída de su  $q$  que conduce a una declinación en el gasto en las estructuras y viviendas.

**1.1.4 El canal crediticio:** Este es el canal que a los fines del presente trabajo reviste mayor interés. Podemos iniciar este apartado señalando que algunos economistas, como Bernanke y Gertler<sup>7</sup>, manifiestan su desacuerdo con la simple y convencional explicación key-

nesiana, sobre cómo la política monetaria actúa a través de la tasa interés impactando sobre el gasto en inversión. Opinan que los estudios empíricos tienen grandes dificultades en identificar efectos cuantitativos importantes de los tipos de interés a través del costo de capital. Ellos ponen el acento en cómo la *información asimétrica* y los costos de ejecutar contratos crean problemas en los mercados financieros, vislumbrando dos canales básicos de transmisión monetaria: 1) el canal de los préstamos bancarios y 2) el canal del balance.

El primero de ellos (canal de los préstamos bancarios) se basa en el punto de vista de que los bancos desempeñan un papel esencial en el sistema financiero porque están especialmente bien preparados para satisfacer los requerimientos de cierto tipo de prestatarios, especialmente de las Pequeñas y Medianas Empresas (PyMES), donde los problemas de la información asimétrica suelen ser particularmente pronunciados.

Dado que las grandes empresas pueden tener acceso directo al crédito a través de los mercados de valores y obligaciones, sin pasar a través de los bancos, la política monetaria contractiva, que disminuye reservas y depósitos de los bancos, tiene sus principales efectos e impactos sobre las PyMES. Esquemáticamente, el efecto de la política monetaria es:

$$(V) \quad M\downarrow \rightarrow \text{depósitos bancarios}\downarrow \rightarrow \text{créditos bancarios}\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

Al respecto cabe observar que si bien la importancia de este canal se ha puesto en tela de juicio, después de la gran innovación financiera de las últimas décadas en los países más desarrollados, los bancos siguen jugando el papel más importante dentro del mercado crediticio en países como Argentina.

El segundo canal (del balance) actúa a través del patrimonio neto de las empresas. Tener patrimonios netos más bajos significa que los prestamistas tienen menores garantías o respaldos para sus préstamos, y es así que las pérdidas por "*selección adversa*" son más altas. Una caída en el patrimonio neto, que aumenta el problema de la *selección adversa*, conduce a la disminución de préstamos destinados a financiar gastos de inversión. Por otro lado, reducciones en el patrimonio neto de las empresas también aumenta el problema del "*hazard moral*", ya que esto significa que los dueños de las empresas al tener que pagar tasas de interés más altas se volcarán a los proyectos que prometan mayores rendimientos y con baja probabilidad de éxito, aunque declararán su intención de invertir en proyectos más seguros. A su vez, emprender inversiones más riesgosas aumenta la probabilidad de que los prestamistas no puedan devolver lo que les prestaron. Así, una disminución en el patrimonio neto de las empresas conduce a una disminución de los créditos y por lo tanto de la inversión.

Una política monetaria contractiva ( $M\downarrow$ ) puede afectar los balances de las empresas a través de una declinación en los precios de los activos ( $P\downarrow$ ), esto reduce el patrimonio neto de las firmas y, debido al aumento en problemas de *selección adversa* y de *hazard moral* termina bajando el gasto de inversión ( $I\downarrow$ ) y la demanda agregada ( $Y\downarrow$ ). Este mecanismo de transmisión monetaria, denominado canal del balance<sup>8</sup>, puede esquematizarse del siguiente modo:

$$(VI) \quad M\downarrow \rightarrow P\downarrow \rightarrow \text{selección adversa}\uparrow \text{ y } \text{hazard moral}\uparrow \rightarrow \text{préstamos}\downarrow \rightarrow I\downarrow \rightarrow Y\downarrow$$

Existe otra forma en que la política monetaria contractiva puede causar un efecto adverso en los balances de las empresas, y es que una elevación en la tasa de interés provoca una reducción en el flujo de caja. Esquemáticamente, el canal del balance tendría la siguiente secuencia:

(VII)  $M \downarrow \rightarrow i \uparrow \rightarrow \text{flujo de caja} \downarrow \rightarrow \text{selección adversa} \uparrow \text{ y hazard moral} \uparrow \rightarrow \text{préstamos} \downarrow \rightarrow I \downarrow \rightarrow Y \downarrow$

Si bien la mayor parte de las explicaciones sobre el canal crediticio se centran en el gasto de las empresas, este canal puede aplicarse del mismo modo al gasto en consumo. Las disminuciones en los préstamos bancarios inducidos por una contracción monetaria causan reducciones en las compras de bienes de consumo durable para aquellos consumidores que no tienen acceso a otras fuentes del crédito. Análogamente los aumentos en los tipos de interés causan un deterioro en los balances domésticos porque su flujo de fondos se ve reducido.

Desde el punto de vista del efecto-liquidez, podemos suponer que los efectos del balance impactan más fuertemente sobre los consumidores que sobre los prestamistas. La explicación sería la siguiente: si los consumidores creen que existe una alta probabilidad de encontrarse a sí mismos en dificultades financieras, mantendrían pocos activos ilíquidos (por ej. los bienes de consumo durable) y más activos financieros líquidos. La razón fundamental es que si los consumidores necesitaran vender sus bienes de consumo durable para obtener dinero, sufrirían grandes pérdidas, porque en un remate no podrían venderlos a su verdadero valor. En contraste, los activos financieros como el dinero depositado en los bancos, acciones o bonos, pueden ser fácilmente realizables a su pleno valor comercial cuando se los quiera cambiar por dinero.

Lo expresado sugiere otro mecanismo de transmisión por el que puede operar la política monetaria, a través de la conexión entre el dinero y los precios de las acciones. Al caer los precios de las acciones se reduce el valor de activos financieros, provocando que los consumidores tengan una situación financiera menos segura y una estimación más alta de la probabilidad de quebrantos, lo cual conduce a una caída de los gastos de los hogares en bienes de consumo durable y no durable. De modo esquemático:

(VIII)  $M \downarrow \rightarrow P \downarrow \rightarrow \text{activos financieros} \downarrow \rightarrow \text{probabilidad de quebrantos financieros} \uparrow \rightarrow \text{gastos domésticos y de consumo durable} \downarrow \rightarrow Y \downarrow$

La iliquidez de los bienes de consumo proporciona otra razón de por qué una contracción monetaria, al elevar los tipos de interés, reduce el flujo de caja de los consumidores y conduce a un descenso en el gasto de bienes de consumo durable y no durable. Un descenso en los flujos de caja de los consumidores incrementa la probabilidad de quebranto financiero, que reduce el deseo de consumir tanto bienes durables como no durables, mermando así el gasto en ellos y por lo tanto en el PBI.

## 2. Información asimétrica y racionamiento del crédito

### 2.1 La presencia de información asimétrica en el mercado crediticio<sup>9</sup>

En el último apartado se hizo mención de cómo algunos fallos de mercado (información asimétrica, selección adversa y hazard moral) afectan el comportamiento y desempeño de los mercados financieros. Profundizaremos ahora en este aspecto.

Existen dos características que hacen que todo contrato de deuda sea endeble, en el sentido de la falta de seguridad de que el deudor cumpla su compromiso de devolver el capital más el rendimiento al acreedor. En primer lugar todo proyecto de inversión está envuelto en una incertidumbre que condiciona la capacidad de pago del deudor. Esto puede ser salvado estimando la probabilidad de éxito del proyecto y añadiendo una prima de riesgo a la tasa de interés a cobrar. Un segundo problema es la posibilidad de que el deudor no desee cumplir fielmente los compromisos pactados (puede falsear la naturaleza real de su proyecto y una vez obtenidos los fondos puede darles un destino distinto u ocultar los resultados de la inversión con objeto de no pagar).

Como se sabe un contrato financiero sólo se llevará a cabo si tanto el prestamista como el prestatario obtienen un beneficio esperado mayor o igual a su costo de oportunidad. Entonces, suponiendo un proyecto de inversión que dé como resultado un flujo de caja  $CF_e$  si es exitoso y  $CF_f$  si fracasa, con la probabilidad de éxito  $\alpha$ , y  $(1-\alpha)$  si fracasa, el valor esperado del proyecto  $EV$  será:

$$EV = \alpha CF_e + (1-\alpha) CF_f$$

Para saber si este proyecto permite obtener un beneficio tanto al prestamista (banco) como al prestatario, podemos considerar que la inversión  $I$  se financia con un préstamo  $L$ , que el rendimiento requerido por el prestamista (su costo de oportunidad) es  $r$ . Si el proyecto fracasa el deudor no puede pagar la deuda, quiebra y transfiere  $CF_f$  al banco. Supongamos también que el deudor tiene “responsabilidad limitada”, y no responde con su patrimonio por el remanente de la deuda  $(1+r) L - CF_f$ .

En el caso de que  $CF_f = 0$ , la tasa de interés que permite al banco obtener su costo de oportunidad  $(1+r) L$  es la tasa de interés del préstamo  $r_L$ :

$$(1+r) L = \alpha (1+r_L) L + (1-\alpha) CF_f$$

$$(1+r) L = \alpha (1+r_L) L$$

$$\frac{(1+r)}{\alpha} = (1+r_L)$$

De donde, siempre que  $CF_f < (1+r) L$  y  $\alpha < 1$ , la tasa de interés del préstamo  $r_L$  será superior al rendimiento  $r$  requerido por el banco ( $r_L > r$ ). En el caso del deudor, éste encontrará atractivo el préstamo si le permite obtener un beneficio esperado  $E\pi$ :

$$E\pi = \alpha' CF_e - (1+r) L]$$

Si se cumplen estas condiciones y el prestamista es neutral al riesgo, este proyecto se financiará porque tanto el banco como el deudor esperan tener beneficios, esto es así en el caso de que el banco conozca la naturaleza real del proyecto, sus flujos de caja y probabilidades de cada evento asociado. En caso de aversión al riesgo, como todo proyecto está sujeto a incertidumbre y no queda otra opción que asignar probabilidades a cada evento, el prestamista deberá agregar una prima de riesgo a  $r_L$ .

La naturaleza del problema cambia si el deudor cuenta con información que el banco ignora, y aprovecha esta mayor información para beneficiarse a costa del banco. Este peligro se hace presente en tres casos: a) si el deudor oculta información necesaria para conocer la real naturaleza del proyecto y sus flujos esperados; b) si el banco no puede evitar la defraudación debido a que no dispone de información ni control suficiente sobre el deudor; c) si existe posibilidad de que el deudor no pague y su responsabilidad sea limitada. Cuando se da al menos una de estas tres condiciones se dice que existe información asimétrica.

La posibilidad de que el deudor intente ocultar información se da porque existe un potencial conflicto de intereses entre el banco y el deudor, debido a que el valor esperado del proyecto  $EV$  debe repartirse entre el beneficio esperado del deudor  $E\pi$  y el beneficio esperado del banco  $EI_{ac}$ , es decir  $EV = E\pi + EI_{ac}$ , veamos:

$$E\pi = \alpha [CF_e - (1+r) L]$$

$$E\pi = \alpha CF_e - \alpha (1+r) L$$

$$E\pi = EV - \alpha (1+r) L$$

$$\text{Donde } EI_{ac} = \alpha (1+r) L$$

El deudor tiene aliciente para ocultar información sobre el verdadero riesgo de su proyecto, informando una probabilidad de éxito  $\alpha_m$  mayor a la real  $\alpha$ , apropiándose de una mayor parte de  $EV$ , es decir aumentando  $E\pi$  y  $EV$ . Cuanto menor sea el cociente  $\alpha/\alpha_m$  mayor será  $E\pi$  y menor  $EI_{ac}$ .

Si el deudor es honesto su beneficio esperado es:

$$E\pi = EV - \alpha (1+r) L$$

Si el deudor es deshonesto su beneficio esperado es:

$$E\pi = EV - \frac{\alpha}{\alpha_m} (1+r) L$$

La información asimétrica beneficia e incentiva a los deudores a ser deshonestos a costa de los deudores honestos y de los prestamistas.

Veremos a continuación las tres formas de asimetría informativa y sus diferencias.

**2.1.1 Selección adversa:** Aparece cuando el prestamista (banco) no puede distinguir los distintos niveles de riesgo presentes en cada proyecto que le solicita financiación, tanto prestamista como prestatario tienen diferentes perspectivas. Supongamos que  $CF$  es la varia-

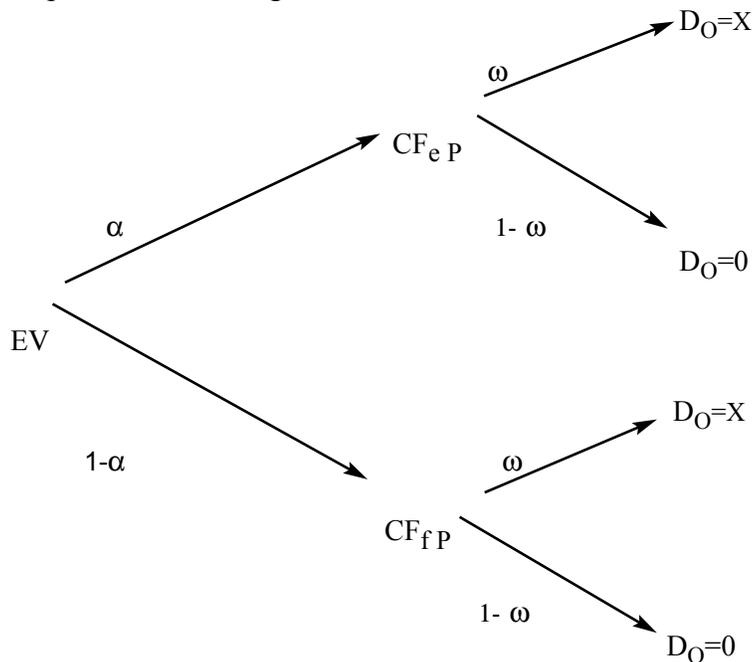
ble “flujo de fondos” que puede obtener una empresa, dicha variable a su vez puede adoptar dos valores, uno alto  $CF_e$  y uno bajo  $CF_f$ , cada uno con una probabilidad de  $\alpha$  y  $1-\alpha$  respectivamente. Estos flujos son los que permitirían pagar un préstamo  $L$ , que financie el proyecto, que se pide a un prestamista neutral al riesgo.

Cuando hay asimetría en la información, una situación en la que la información que posee el acreedor difiere de la del solicitante, quien otorga el préstamo no conoce la verdadera naturaleza de la variable  $V$ . Es decir aun cuando el rango de variación real de  $V$  sea  $\theta R$ , el prestamista lo desconoce y a la hora de establecer qué tasa cobrar por el crédito tomará en cuenta este desconocimiento. Adicionalmente el hecho de que se dé la posibilidad de que existan pasivos ocultos  $D_o$  (que reduzcan la capacidad de pagar el préstamo  $L$ ), inducen a quien otorga el préstamo a tomar más precauciones.

En estas circunstancias, por más que el deudor reafirme la verdadera naturaleza de  $V$  ( $\theta R$ ), el prestamista tiene razones para pensar que todos los deudores tienen incentivos para declarar que son solventes y que no existen pasivos ocultos  $D_o$  que puedan afectar la capacidad de repago.

En función al grado de conocimiento del mercado que tenga el prestamista se formará una percepción  $P$ , denominada en adelante con el subíndice “ $p$ ”, y asignará un coeficiente  $\theta_p$  al rango de variación de la variable  $V$ , de allí obtendrá unos valores estimados para  $CF_{eP}$  y de  $CF_{fP}$  para los estados de la naturaleza, alto y bajo, de la variable  $V$ , a su vez asignará una probabilidad  $\omega$  a la posibilidad de existencia de pasivos ocultos  $X$  que afectan la capacidad de repago.

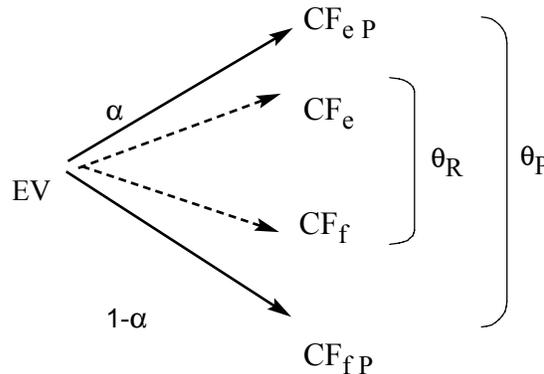
La percepción promedio que se forma el prestamista sobre la naturaleza de los acontecimientos probables es la siguiente:



Supondremos que  $CF_{fP} < L$ , es decir que si ocurre lo peor ( $CF_{fP}$ ) no se podrá pagar lo solicitado ( $L$ ) y que  $CF_{eP} - L - X > 0$ , en otras palabras: de darse el mejor escenario ( $CF_{eP}$ ) se podrá pagar la deuda ( $L$ ) más los pasivos ocultos ( $X$ ) y encima quedará un remanente.

El verdadero estado de la naturaleza que percibe el prestatario, quien cuenta con información real, que ha sometido su proyecto a exitosas evaluaciones económicas financieras y que además no tiene pasivos ocultos ( $\omega = 0$ ), es uno cuyo rango de variación real es  $\theta_R$ , el cual es menor que el previsto por el prestamista ( $\theta_R < \theta_P$ )

Basándose en información real, el prestatario si bien sabe que corre el riesgo de no poder pagar (en caso de darse  $CF_f$ ), ve la naturaleza de los acontecimientos del siguiente modo:



Como vemos la percepción, con respecto a la verdadera naturaleza, que tienen el banco prestamista (que cuenta con información promedio) y el prestatario (que cuenta con información real) difieren.

Suponiendo que:

$$\alpha CF_{eP} + (1-\alpha) CF_{fP} = \alpha CF_e + (1-\alpha) CF_f = EV$$

Entonces el prestamista, para obtener un *rendimiento requerido*<sup>10</sup>  $r$ , (tomando en cuenta la posibilidad de que existan pasivos ocultos), querrá cobrar la tasa  $r_L$ .

Como  $(1+r) L = \alpha (1+r_L) L + (1-\alpha) (CF_{fP} - \omega X)$

Dicha tasa será:  $1+r_{LP} = \frac{(1+r) L - (1-\alpha) (CF_{fP} - \omega X)}{\alpha L}$

De aquí podemos ver la incidencia tanto de la probabilidad de existencia de pasivos ocultos ( $\omega X$ ) como de que se dé la peor de las situaciones previstas ( $CF_{fP}$ ), diferenciando para ambas situaciones tenemos que:

(1)  $\frac{\partial (1+r_{LP})}{\partial \omega} > 0$

(2)  $\frac{\partial (1+r_{LP})}{\partial CF_{fP}} < 0$

Esto significa que: cuanto mayor sea la probabilidad de que existan pasivos ocultos mayor será la tasa  $r_{LP}$  que el prestamista querrá cobrar; inversamente esta tasa será menor en la medida en que mayor sea el valor esperado para el peor escenario  $CF_{fP}$ <sup>11</sup>. En cuanto al prestatario, la perspectiva que él tiene respecto a qué tasa  $r_L$  debe pagar es diferente ya que de acuerdo con la información que él dispone esta debería ser:

$$1+r_L = \frac{(1+r) L - (1-\alpha) V}{\alpha L} < 1+r_{LP}$$

Debido a la asimetría en la información la tasa que el prestatario está dispuesto a pagar es  $r_L$ , y la que el prestamista desea cobrar es  $r_{LP}$ , siendo que  $r_L < r_{LP}$ .

Podemos decir que, en caso de existir “responsabilidad limitada” e “información asimétrica”, el retorno esperado por el banco depende de la percepción que tenga sobre cada alternativa de inversión. Este riesgo depende de cada proyecto en particular (de  $\theta$  y  $\alpha$ ), de la calidad del solicitante (que aumente o reduzca  $\alpha$  y  $\omega X$ ), y de cuán costosa y difícil sea conseguir esta información.

Como hemos visto, la tasa de interés que está dispuesto a pagar el prestatario no puede ser tomada como indicador del riesgo puesto que, debido a la información asimétrica, el prestamista no conoce la verdadera distribución de beneficios del proyecto  $\theta R$ , la cual sí es conocida por quien pide financiación. Cabe esperar que todos los prestatarios declaren alto  $\alpha$  y  $\omega=0$ , y como el banco no puede comprobar su veracidad, calculará la probabilidad de elegir al azar un proyecto bueno (‘tipo a’) o malo (‘tipo b’) y deducirá una única tasa de interés para todos los proyectos.

El resultado será que si bien los deudores ‘tipo b’ tendrán éxito en conseguir menores costos de financiamiento no conseguirán en promedio el rendimiento esperado  $E\pi$ , ya que tienen mayor riesgo de repago, y a su vez provocan una elevación en la tasa accesible a los verdaderos deudores de ‘tipo a’. La consecuencia es que “el atractivo del contrato crece para los deudores riesgosos y cae para los más seguros, por lo que el banco es proclive a hacer una selección adversa”<sup>12</sup>, adoptando una alta propensión a elegir los proyectos más contrarios a sus intereses.

Resumiendo, con selección adversa la tasa de interés que cobra el banco es la misma para proyectos ‘tipos a y b’, esto trae como consecuencia que el ingreso esperado por el banco sea mayor al rendimiento requerido por el proyecto ‘tipo a’ y menor en caso del proyecto ‘tipo b’, aunque en promedio consiga obtener el rendimiento exigido (su costo de oportunidad). Como resultado de todo esto el deudor de mayor riesgo consigue un beneficio mayor que el que obtendría en caso de información perfecta, y el proyecto más seguro obtiene menores beneficios.

**2.1.2 Hazard moral (Riesgo ético):** Se da cuando un deudor invierte en un proyecto distinto al acordado con el acreedor. A diferencia de la selección adversa, el deudor puede elegir invertir entre los proyectos ‘tipos a y b’. El acreedor sabe que todos preferirán invertir en proyectos ‘tipo a’, sin embargo a medida que el banco aumenta  $r_{LP}$  (la tasa que cobra), incentivará a los deudores a volcarse a proyectos ‘tipo b’, que prometen altos rendimientos (son los únicos

que permitirían pagar altas tasas a los bancos) pero con baja probabilidad de éxito. Los deudores se volcarán a proyectos `tipo b´, pero anunciarán su intención de invertir en proyectos `tipo a´ para beneficiarse de la menor tasa accesible para estos últimos.

Cuanto más elevada sea la tasa de interés  $r_{LP}$ , los proyectos de más alto riesgo se hacen más atractivos si logran disfrazar su verdadera naturaleza ante el acreedor, este incentivo para los proyectos más arriesgados crece igualmente en la medida que aumente el monto de la deuda: “la tentación a la deshonestidad aumenta con el monto total de fondos ajenos, que comprende tanto el capital como los intereses”<sup>13</sup>.

**2.1.3 Costos de monitoreo:** Si el deudor no quiere pagar la totalidad de su deuda, puede aprovechar su mejor información para declarar beneficios inferiores a los reales. El acreedor a fin de impedir esto establece, por contrato, el derecho a monitorear al deudor cada vez que éste declare no poder pagar la deuda. El acreedor desconoce si es verdad o no cada vez que el deudor declara insolvencia, pero el hecho de que pueda apoderarse de los flujos de fondos del deudor, cada vez que se ve obligado a monitorear, disuade al deudor a declararse insolvente si es que realmente tiene ganancias.

En los hechos, como cada auditoría tiene un costo, la aparente ventaja informativa del deudor termina volviéndose en su contra al elevar el costo de su deuda, ya que el acreedor recarga el costo del probable monitoreo a la tasa de interés que le cobra.

Esto va a ocurrir por el aliciente que tiene el deudor de declararse insolvente, puesto que sabe que el acreedor para monitorearlo debe afrontar ciertos costos. La consecuencia es que tanto los deudores honestos como los deshonestos soportan el costo del monitoreo, lo cual representa una ineficiencia del mercado, un derroche de recursos que podría ir a manos del deudor y/o del acreedor.

## 2.2 Efectos de las asimetrías sobre el crédito a las PYMES

Como vemos, en el mercado del crédito existe una diferencia sustancial respecto de aquellos mercados de bienes y servicios, donde el mecanismo de precios determina un precio de equilibrio que vacía el mercado (elimina cualquier exceso de demanda). Si se diera esta situación en el mercado crediticio, la selección de proyectos a financiar se daría de manera descentralizada y natural, de modo que los proyectos con mayor rentabilidad esperada desplazarían a los menos rentables simplemente pagando mayores tasas.

La existencia de un mercado crediticio con responsabilidad limitada, selección adversa, hazard moral y costos de monitoreo, implica que la cantidad ofrecida de créditos a un grupo de prestatarios, puede no crecer al subir la tasa de interés (*ceteris paribus*).

Dadas las tasas de interés cobradas en el sistema bancario a un banco en particular que enfrente un exceso de demanda de préstamos a la tasa vigente no le resultará conveniente aumentar la cantidad ofrecida de créditos aumentando la tasa de interés que cobra, ya que ello no generará mayores beneficios que le permita atraer ahorristas pagándoles mayores tasas pasivas. Como esta situación es la misma para el conjunto de bancos del sistema, aparece el racionamiento del crédito: empresas con proyectos de inversión rentables a la tasa de interés

vigente no encuentran financiamiento (aun ofreciendo pagar mayores tasas).

Los argumentos que anteceden quizás puedan arrojar luz sobre la actual situación del mercado crediticio argentino que, según puede apreciarse en el cuadro N°1, en el último año y medio muestra que los préstamos de las entidades financieras al sector privado es una fracción decreciente de los depósitos en efectivo, y con respecto a la liquidez del sistema<sup>14</sup> podemos decir que ella está aumentando. Esto indica que los bancos prefieren guardar reservas antes que prestar.

Si bien en los últimos tres meses el exceso de reservas bancarias permitió bajar las tasas para las grandes empresas y aumentar los préstamos al sector privado, los créditos en relación con el PBI todavía son muy bajos, actualmente están en un 7,8% cuando en 1998 eran el 22% del PBI.

**Cuadro N° 1**

Período	Efectivo en Entidades Financieras	Depósitos de los Bancos en el BCRA	Reservas de los Bancos	Préstamos de las Entidades Financieras al Sector Privado	Depósitos en efectivo en las Entidades Financieras	Liquidez Bancaria (en %)	Relación préstamos/ Depósitos (en %)
			1	2	3	1 / 3 = 4	2 / 3 = 5
dic	2,457	10,401	12,858	34,854	73,291	17.5	47.6
ene 2003	2,409	10,908	13,317	33,951	75,441	17.7	45.0
feb	2,355	11,277	13,632	33,080	77,021	17.7	42.9
mar	2,400	11,250	13,650	31,797	76,723	17.8	41.4
abr	2,451	11,630	14,081	31,433	76,757	18.3	41.0
may	2,543	13,422	15,965	30,861	80,352	19.9	38.4
jun	2,756	15,428	18,184	30,620	83,219	21.9	36.8
jul	2,938	14,561	17,499	30,370	85,060	20.6	35.7
ago	2,862	14,843	17,705	30,578	85,920	20.6	35.6
set	3,030	15,157	18,187	30,340	86,313	21.1	35.2
oct	3,025	17,264	20,289	30,542	89,673	22.6	34.1
nov	3,168	17,466	20,634	30,911	91,610	22.5	33.7
dic	3,684	16,075	19,759	30,753	91,486	21.6	33.6
ene 2004	3,022	18,448	21,470	30,832	95,279	22.5	32.4
feb	3,094	18,057	21,151	30,971	96,202	22.0	32.2
mar	3,567	16,351	19,918	31,553	95,860	20.8	32.9
abr	3,288	17,759	21,047	31,750	98,919	21.3	32.1
may	3,463	17,422	20,885	32,708	101,895	20.5	32.1
jun	3,125	17,936	21,061	34,102	105,073	20.0	32.5

Fte: Elaboración propia en base a la Gerencia de Análisis Financiero y Programación Monetaria del BCRA (en millones de \$)

La posibilidad de que persista este exceso de demanda crece al aumentar el grado de dispersión en el riesgo de los proyectos, puesto que aumenta la asimetría informativa.

Como es de esperar, son grandes las diferencias de tasas que los bancos cobran a las empresas grandes y a las Pymes, ello en parte refleja que los bancos enfrentan costos de información diferentes para evaluar a diferentes grupos de prestatarios. En ausencia de asimetrías, los rendimientos esperados de cada grupo de proyectos tenderían a igualarse, pero en presencia de información asimétrica en algunos o todos los grupos de proyectos, da lugar a racionamiento de crédito para algunos o todos los grupos, incluso en grados diferentes. Por esto los retornos esperados por los bancos para cada uno de los grupos pueden diferir de manera sistemática, sin que los bancos consideren conveniente ajustar las tasas.

Lo dicho hasta ahora permite inferir que la gran restricción al crédito que se observa en Argentina no es para todas las empresas por igual, ya que las asimetrías señaladas afectan particularmente a las Pymes, ya que la magnitud de los efectos adversos de la asimetría informativa crece con la heterogeneidad de los proyectos de inversión y con las dificultades para obtener información (fenómenos que se presentan con mayor frecuencia entre las Pymes). Este problema se desarrolla a continuación.

### **3. Problemas crediticios de las PYMES**

#### **3.1 Problemas derivados de la información**

A nivel conceptual la existencia de costos fijos asociados a la investigación de probabilidad de éxito de un proyecto discrimina en contra del acceso al crédito de las Pymes, por tratarse de operaciones de financiamiento de pequeña envergadura. El costo relativo de obtener información crece cuando el monto del crédito es menor y la restricción crediticia es mayor para las Pymes. La posibilidad de obtener economías de escala para la provisión de la misma abre el camino para que Estado participe ayudando a las Pymes a mejorar la provisión de información.

Puede pensarse que uno de los factores que explican la falta de crédito a las Pymes está dada por la calificación crediticia de los tomadores de préstamos, por lo que uno de los mecanismos que tienen las empresas para señalar al mercado de crédito su verdadera naturaleza es mejorar la presentación de información sobre sus actividades y sus perspectivas futuras, esto permitiría hacer más simétrica la información (reduciendo la diferencia de los rangos de variación del VE que tienen el prestamista  $\theta_P$  y el prestatario  $\theta_R$ ) y además se satisfarían los puntos relevantes dados por la normativa del Banco Central (sobre los aspectos relacionados con sus futuros ingresos y gastos, que permitirían evaluar adecuadamente la capacidad de repago).

Como el futuro es incierto y, como vimos, existe el riesgo de que se den situaciones oportunistas (hazard moral, etc.) en las solicitudes de crédito, el prestatario debe convencer al prestamista acerca de dicho futuro, para hacerlo debe exponer información sobre las perspectivas económicas y financieras de dicha empresa, que ayuden a explicar cómo el crédito será pagado. El prestatario debe convencer al prestamista acerca de que no le está ocultando información, de manera que la información volcada (estado de situación patrimonial, flujo de fondos a corto y largo plazo, presupuestos) vuelve la información simétrica y la relación de crédito más fluida; pero si el prestatario no utiliza este tipo de herramientas resulta muy difícil que encuentre otros instrumentos para “simetrizar” la información, reducir la probabilidad de existencia de pasivos ocultos y contar con una estimación más precisa del rango de valores en los que se puede mover el flujo de fondos.<sup>15</sup>

#### **3.2 Problemas derivados de la concentración de la banca**

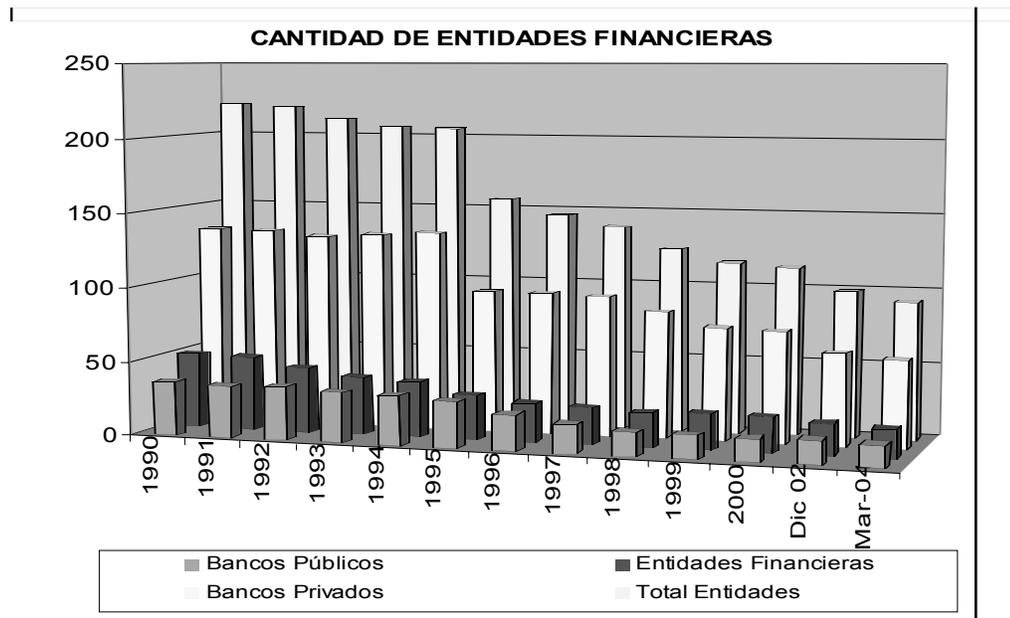
Se piensa que “los procesos de concentración bancaria tienden a disminuir la proporción de préstamos a las Pymes como consecuencia de la desaparición de bancos pequeños y del impacto de los procesos de fusión en el mercado de préstamos”.<sup>16</sup> Puede esperarse pues

que los problemas que tienen las Pymes actualmente se deriven en gran medida del proceso de concentración bancaria ocurrido en Argentina en los últimos veinte años, el cual puede observarse en el Cuadro N° 2.<sup>17</sup>

**Cuadro N° 2**

COMPOSICION DEL SISTEMA FINANCIERO														
(Cantidad de entidades)														
	1985	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2002	2004
Bcos Públicos	37	36	35	36	34	33	31	24	19	16	16	15	16	15
Ent Financieras	117	51	50	44	39	37	30	26	25	23	24	24	21	19
Bcos Privados	161	134	134	131	133	135	96	96	95	86	76	75	62	59
Total	315	221	219	211	206	205	157	146	139	125	116	114	99	93

Fte: Elaboración propia en base a BCRA y ABA



Se supone que los intermediarios financieros encuentran grandes inconvenientes para monitorear los proyectos de las Pymes, debido a que éstas suelen operar en un contexto de informalidad y prácticas contables poco confiables (ver nota 15), por este motivo, es importante la duración de las relaciones mantenidas entre los bancos y las Pymes, una relación prolongada en el tiempo puede permitir generar información suficiente respecto a estas últimas y por lo tanto reducir el racionamiento crediticio.

La obtención de información sobre las Pymes crece también con la multiplicidad de productos que los bancos intercambian con estas. Aun en ausencia de registros contables y financieros creíbles, el banco puede tener un buen conocimiento de los flujos de caja de su cliente analizando los movimientos de cuenta corriente, caja de ahorro, plazo fijo u otro tipo de servicios. Es por ello que el hecho de que las Pymes concentren sus operaciones, con dis-

tintos productos y servicios, en un único banco tiene un efecto positivo sobre la cantidad de crédito, aunque no sobre el costo del mismo. Esto se explica porque muchas veces los gerentes de crédito son garantes de la relación cliente-intermediario y pueden justificar una ampliación de los fondos a prestar, pero no pueden hacer lo mismo respecto al cobro de menores tasas de interés, que por lo general está más regulada dentro de los parámetros de cada banco.

A partir de lo expresado, respecto a la duración de las relaciones y la concentración de las operaciones, se puede explicar cómo la concentración bancaria puede tener implicancias negativas en la cantidad y costo del financiamiento destinado a las Pymes. De por sí, las fusiones, adquisiciones y cierres de bancos conllevan por un lado a una reducción de las alternativas (competencia) para obtener créditos y por otro se producen pérdidas de información<sup>18</sup> en el sistema, dando lugar a un aumento en el costo de financiamiento.

Con respecto a la duración de la relación, debe considerarse también que cuando una empresa y un banco entablaron una relación duradera, a la empresa le resulta costoso abandonar a su banco, pues para conseguir nuevo financiamiento deberá esperar un tiempo hasta que nuevamente se consiga una relación de confianza con el nuevo banco. Como los bancos conocen esto ejercen cierto poder de mercado sobre las Pymes con las que operan, este poder aumenta, como ya dijimos, con la concentración ya que se reduce el número de alternativas (bancos).

Respecto al tipo y tamaño de las instituciones implicadas en el proceso de concentración, existe evidencia<sup>19</sup> que indica que los bancos cooperativos y regionales son los que tienen una mayor propensión a prestar a las Pymes y, por lo tanto, al ser estos los bancos que peor suerte han corrido en tal proceso de concentración, el cierre, la fusión o adquisición, de los mismos tiene que haber afectado fuertemente la disponibilidad del crédito para las Pymes.

Los bancos más grandes prefieren diseñar y prestar servicios complejos para las empresas grandes y tienen menor predisposición a prestar a Pymes, en particular a las más pequeñas e informales pues, estas últimas requieren fuertes erogaciones en la búsqueda y análisis de información. Este mayor costo relativo se refiere al costo informativo por unidad de crédito, el cual resulta sumamente elevado ya que no sólo depende de los mayores requisitos informativos, sino también por el menor tamaño de los créditos.

Resultado de lo anterior es que, en Argentina, se da una alta concentración de los préstamos, a junio del 2004 los cien principales deudores absorbían el 22% de los préstamos destinados al sector privado no financiero. Sin embargo estos préstamos, vistos a la luz de los problemas de morosidad e incobrabilidad, son los que por lo general cuentan con garantías y se encuentran en la "Situación 1" o normal<sup>20</sup>. Esto es importante para los bancos ya que, del total de financiamiento del sistema financiero, el 20 % de la deuda se encuentra en las situaciones de difícil recuperación o irre recuperables, fundamentalmente aquellos préstamos que rondan entre los 10 y 500 mil pesos, típicamente dirigidos a las Pymes.

**Cuadro N° 3**

Grupo de Entidades	Porcentaje de préstamos difíciles de recuperar o irrecuperables
<b>Bancos públicos</b>	<b>25.2</b>
Bcos públicos nacionales	25.3
Bcos púb. provinciales y munic.	25.0
<b>Bcos. privados</b>	<b>17.7</b>
Bcos. privados capital nacional	16.1
Bcos. privados cooperativos	20.5
Bco. priv. capital extranjero	14.8
<b>Entidades no bancarias</b>	<b>47.0</b>
Compañías financieras	47.6
Comp. financieras cap. nacional	52.3

Fte: Elaboración propia en base a BCRA (marzo 2004)

**Cuadro N° 4**

CARTERA COMERCIAL NO MAYOR A \$ 200.000 (Diez primeros bancos, con mayor cartera sobre capacidad prestable)	
Bancos	Porcentaje
1 de Balcarce S.A	64.1
2 Bisel	40.9
3 Comercial Israelita	35.8
4 Credicoop Coop Ltda	29.9
5 de Entre Rios S.A	24.4
6 Municipal de Rosario	22.1
7 Nuevo Banco del Chaco S.A	21.3
8 Empresario de Tucumán Coop Ltda	20.4
9 de la Pcia de Buenos Aires	19.9
10 San Luis SA	15.5

Fuente: BCRA "Información de entidades Financieras - agosto 1999

El grupo de entidades más expuestas a la incobrabilidad (como se aprecia en el cuadro N° 3), son las compañías financieras, especialmente las de capital nacional, luego los bancos públicos y dentro de la banca privada los cooperativos. Este análisis es parcial ya que habría que analizar qué porcentaje del total de cartera de cada uno de estos grupos de entidades se canaliza efectivamente hacia las Pymes, no existe información disponible al respecto y sólo podemos aproximarnos refiriéndonos a aquellos préstamos menores a los \$200 mil, que supuestamente tienen como destino estas empresas. En este tipo de préstamos la mayor participación la tiene la banca cooperativa, seguida por los bancos provinciales, municipales y cajas

de crédito. Al respecto, en agosto de 1999 se daba la situación que se presenta en el cuadro N°4<sup>21</sup>. Es conocida por todos las dificultades por las que atravesaron estas entidades, liquidaciones, absorciones o ayudas del gobierno (vía fideicomisos administrados por el Banco de la Nación, redescuentos, etc.) para asegurar su continuidad.

Mención especial merece el caso del Banco de la Provincia de Buenos Aires, cuya precaria situación financiera, durante los años 2000 y 2001, fue apoyada a través de la canalización de las reservas internacionales vía redescuentos del BCRA, los cuales a su vez permitieron a dicho banco cubrir los cuantiosos déficit del Tesoro de la Provincia de Buenos Aires, que por su monto fueron una de las principales causas del colapso de la liquidez del sistema financiero y el posterior congelamiento de los depósitos, adoptadas a partir de la renuncia del Dr. de la Rúa<sup>22</sup>.

A pesar de todas estas dificultades para acceder al crédito bancario, las Pymes tienen en él su principal fuente de financiamiento externo; por lo que son muy sensibles a las modificaciones que puedan ocurrir en el sistema bancario local. Por el contrario las empresas grandes pueden sustituir con relativa facilidad dicha fuente de financiamiento recurriendo a bancos en el exterior o al mercado de capitales, a través de instrumentos financieros sofisticados.

### Cuadro N° 5

#### ESTRUCTURA DEL PASIVO DE LAS PYMES ARGENTINAS<sup>23</sup>

(En porcentajes)

	Argentina	Argentina	Rosario (Pymes)	Rosario (Medianas y grandes)	Rosario (grandes que cotizan en bolsa)
	1994 (a)	1996 (b)	Dic.2000 (c)	Dic.2000 (d)	Dic.2000 (c)
Patrimonio neto	55.6	55.1	53.76	44.25	56.58
Deudas	44.4	44.9	46.24	55.75	43.42
Deudas con entidades financieras	(17.3)	(16.0)	(16,03)	(19.3)	(15.05)

(a) DGI (Incluye empresas de todos los sectores)

(b) Observatorio Pymes (Incluye sólo empresas manufactureras)

(c) Departamento de Investigaciones del IAEF, comprende empresas de todos los sectores

No poseemos información actualizada sobre la estructura del pasivo de las Pymes, pero creemos que la concentración bancaria, al derivar en un menor grado de competencia, aumentó el costo relativo de financiamiento para las Pymes en relación a las empresas grandes. Esta diferencia de costos se agrava además por la informalidad con que se manejan las Pymes, su propensión a evadir (existe hoy una morosidad del 65 por ciento en el pago del monotributo) y sus prejuicios de considerar que la información contable no provee información útil para tomar decisiones.

#### **4. Alternativas que se presentan**

Actualmente se están manejando dos vías interesantes para canalizar créditos a las Pymes: Las sociedades de garantía recíproca (S.G.R.) y los Fideicomisos.

**4.1 Sociedades de garantía recíprocas (S.G.R.):** Las sociedades de garantía recíprocas (SGR) fueron creadas con el objeto de facilitar a las PYMES el acceso al crédito<sup>24</sup>. Dicha legislación asignó al Banco Central de la República Argentina el rol de Superintendente de las SGR<sup>25</sup>. Por su parte el Poder Ejecutivo nacional designó como autoridad de aplicación a la Secretaría de la Pequeña y Mediana Empresa (SEPyME) dependiente del Ministerio de la Producción de la Nación.

Las SRG constituyen un *Fondo de riesgo* que integra su patrimonio<sup>26</sup>, este *Fondo de riesgo* puede asumir la forma jurídica de un **fondo fiduciario**, independientemente del patrimonio societario de la Sociedad de Garantía Recíproca. Pueden recibir aportes por parte de socios protectores que no sean entidades financieras<sup>27</sup> con afectación específica a las garantías que dichos socios determinen, para lo cual deberán celebrar `contratos de fideicomiso` independientes del *Fondo de riesgo* general. La reglamentación de la ley determina los requisitos que deben reunir tales aportes y el coeficiente de expansión que podrán tener en el otorgamiento de garantías. La deducción impositiva en el impuesto a las ganancias correspondientes a estos aportes es equivalente a dos tercios (2/3) de la que corresponde por aplicación del artículo 79 (beneficios impositivos) de la ley, con los mismos plazos, condiciones y requisitos establecidos en dicho artículo. En tal caso los inversores no socios no gozan de los beneficios impositivos previstos por la Ley (Art. 9° inc. a. Decreto 1076/01).

La legislación ha permitido un importante desarrollo de las SRG, las que, en conjunto, a fines del 2001, según Sepyme, tenían constituido un *fondo de riesgo* global cercano a los 110 millones de dólares, con más de 2000 socios partícipes y avales otorgados por un monto total de \$ 860 millones. Actualmente hay nueve Sociedades de Garantía Recíproca que se encuentran autorizadas a funcionar: Garantizar S.G.R., Intergarantías; Azul Pyme S.G.R.; Macroaval S.G.R.; Avaluar S.G.R; C.A.E.S. S.G.R.; Libertad S.G.R; Afianzar S.G.R.; Pecomfianza S.G.R.<sup>28</sup>

En cuanto a los beneficios que las Pymes obtienen gracias a las SGR, este es un tema aún en discusión, no obstante podemos puntualizar, siguiendo F. Rassiga<sup>29</sup>, lo siguiente. En cuanto al socio protector, gracias a que el Estado le concede el beneficio de la deducción impositiva a cambio de que inmovilice capital en el *Fondo de riesgo* y asuma el riesgo de default por el otorgamiento de garantías, se calcula que esta operatoria financiera le reporta una rentabilidad aproximada del 28% para un riesgo de default del 5%.

Se reduce el costo financiero de las Pymes, ya que la nueva ley al establecer incentivos para que el socio protector incurra en costos de información, para disminuir el riesgo de default, parte del beneficio que percibe por aportar al fondo de riesgo se trasladaría a las Pymes en la forma de cobertura (parcial o total) del costo del análisis crediticio, que es uno de los principales componentes del costo financiero de las Pymes.

En cuanto al costo de financiamiento de las Pymes este se reduciría debido a: 1) la dis-

minución del costo de operación de las S.G.R. por la transferencia de recursos del socio protector para la evaluación del riesgo crediticio, 2) la reducción de los costos de las entidades financieras por la disminución de los requerimientos de capitales mínimos y el régimen de provisionamiento, y 3) la mayor eficiencia en la calificación de riesgo del cliente, especialmente en el caso de las S.G.R. cerradas.

El beneficio más importante que obtienen las Pymes es su mayor acceso al crédito como consecuencia del menor requerimiento de garantías de parte de las S.G.R., a este respecto la generación de un sistema de garantías no es en sí mismo efectivo para reducir o eliminar el riesgo de default, ya que sólo lo traslada de los bancos a las S.G.R. Creemos, según los anuncios de Lavagna a fines de julio, que la posibilidad de que las S.G.R. cuenten con un sistema de reaseguro aumentará el acceso al crédito a las Pymes, trasladando el riesgo de default a otra aseguradora, y quizás en última al mismo Estado.

Respecto a la información asimétrica, las S.G.R. de tipo “cerradas” podrían tener ciertas ventajas respecto a las entidades financieras en la identificación de la naturaleza del cliente. Podemos pues concluir que las S.R.G. que han tenido resultados positivos, al menos en cuanto a solucionar en parte el problema del racionamiento del crédito.

**4.2 Los fideicomisos financieros:** Esta es una alternativa que ofrecen los mercados de capitales y constituye otra salida interesante para solucionar el racionamiento de crédito. Un fideicomiso financiero consiste en la emisión de un título que tiene como contrapartida una cartera de créditos a mediano y largo plazo o activos e ilíquidos (reales o financieros) que son transformados en activos financieros líquidos para su negociación en el mercado de capitales bajo la forma de valores negociables.

Es decir una empresa que quiere obtener financiamiento a través de la titulización empieza con la identificación de los activos que pueden ser usados para obtener o captar recursos, posteriormente cede al ente fiduciario estos activos con el fin de que los titulice y los coloque en el mercado para ser adquiridos por los inversores. El fiduciario emite nuevos títulos con garantía en el flujo de fondos de los bienes fideicomitados (cupones o créditos de tarjetas de crédito). Finalmente cuando la empresa o fiduciante cancela la totalidad del crédito recupera la propiedad del activo entregado en fiducia al Fondo Fiduciario.

Los bienes sujetos a titulización como dijimos son típicamente los que representan derechos de pago en facturas futuras, usualmente denominadas como las “cuentas a cobrar” o “las facturas de crédito”. En nuestro país desde luego que estos serían los activos ideales, ya que todas las Pymes los tienen en sus carteras y los podrían utilizar a fin de su titulización como medio de financiamiento.

En nuestro país quien primero utilizó este sistema de financiamiento en 1996 es el Banco Sáenz que titulizó gran número de créditos personales otorgado por dicho banco vinculados a la compra de electrodomésticos de Casa Frávega S. A. Actualmente es común ver que se negocian en el Mercado de Valores fideicomisos financieros como el “Fideicomiso Financiero Garbarino” (por un monto de hasta V/N \$8.699.021) que Standard & Poor’s calificó en Noviembre de 2003 con ‘raA+’ (la más alta en la escala nacional). Este fideicomiso financiero tiene como activo subyacente una cartera de préstamos personales otorgados por

Garbarino S. A. y Compumundo S. A. a través de la “Tarjeta Garbarino”, emitida por dichas empresas (que se dedican a la comercialización de línea blanca, equipamiento de TV/audio, computación y pequeños electrodomésticos), que será comprada por el mismo en la fecha de emisión con el producido de la venta de los certificados.

Otro caso es el Fideicomiso Financiero Tarjeta Shopping Serie VI, por un monto de V/N \$11.050.000., con una calificación ‘raBBB-’. Este fideicomiso financiero tiene como activo subyacente una cartera de cupones derivados de la utilización de las tarjetas de crédito “Tarjeta Shopping”, emitidas por Tarshop S. A. (una empresa dedicada a desarrollar y explotar sistemas de compra y financiación al consumo masivo).

## **5. Conclusiones y propuestas**

El proceso de concentración ha tenido un impacto negativo sobre el crédito al sector Pymes, especialmente porque el mismo ha supuesto la desaparición de bancos que poseen una mayor propensión a prestar a estas empresas, esto no sería así si el resto de los bancos que permanecen dentro del sistema financiero hubiera modificado su conducta aumentando su predisposición a prestarle a las Pymes. Como esto último no ocurrió, ni es dable esperar que ocurra, las fallas de mercado en el mercado crediticio y el racionamiento del crédito dan pie para una intervención del Estado que neutralice sus efectos.

El Estado a través de su legislación a creado las SGR que difundiendo tienen potencial para romper en parte el racionamiento crediticio derivado de las asimetrías informativas y agravadas por la concentración bancaria. Estas SGR podrían colaborar con las Pymes promoviendo y gestionando fideicomisos financieros, a través de sistemas asociativos en que las Pymes de toda una región (por ejemplo todos los comercios de la ciudad de Rosario) titulicen cupones de tarjetas de crédito (de manera similar a Garbarino o Tarjeta Shopping), con asesoramiento técnico del Mercado de Valores regional (de Rosario en nuestro caso) y apoyo financiero de la Provincia aportando un *Fondo de riesgo* en base a propiedades inmobiliarias provinciales (que por ahora se limita a donar regularmente para diversos fines) u otros fondos que estime convenientes (por ejemplo los dos millones de pesos que quedaron por la privatización del Banco Provincial).

El esquema asociativo promovido por la Provincia o Municipio sólo permitiría obtener economías de escala en la titulación de los cupones, con vistas a su financiamiento (menores tasas y plazos más largos), ya que el fideicomiso financiero para cada empresa en particular resulta muy oneroso.

*Recibido: 02/08/04. Aceptado: 03/09/04*

## NOTAS

- <sup>1</sup> Este primer apartado está basado en el artículo de F. S. MISHKIN “Symposium on the Monetary Transmission Mechanism”. *Journal of Economic Perspectives* Vol. 9 # 4. Fall 1995.
- <sup>2</sup> TAYLOR, J. B., (1995). “The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework”. *Journal of Economic Perspectives*, 9 (Fall), pp. 11-26.
- <sup>3</sup> MELTZER, A. H., (1995). “Monetary Credit (and other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective”, *Journal of Economic Perspectives*, 9 (Fall), pp. 49-72.
- <sup>4</sup> TOBIN, J., “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory,” *Journal of Money, Credit, and Banking* 1 (November 1969): 15-27.
- <sup>5</sup> MODIGLIANI, F. (1971) “Monetary policy and consumption: linkages via interest rate and wealth effects in the FMP Model”, en *Consumer Spending and Monetary Policy: the linkages*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston.
- <sup>6</sup> MELTZER, A. H., (1998) “Monetary Policy and the Quality of Information” Prepared for the International Conference Bank of Japan in Tokyo.
- <sup>7</sup> BERNANKE, B. S. and GERTLER, M. “Inside the Black Box; The Credit Channel and Monetary Policy Transmission.” *Journal of Economic Perspective*. 9/4 (Fall 1995): 27-48.
- <sup>8</sup> Si la política de contracción monetaria produce una declinación inesperada en el nivel de precios, hay un refuerzo adicional del mecanismo de la transmisión del balance. Esto se debe a que los pagos de la deuda están fijados por contrato en términos nominales, por lo que una declinación inesperada en el nivel de precios eleva el valor de las deudas de las firmas en términos reales, es decir, aumenta la carga de la deuda, pero no eleva el valor real de los activos de las firmas. La contracción monetaria, que conduce a una caída inesperada en el nivel de precios, por lo tanto, reduce el valor real del patrimonio neto y aumenta los problemas de la *selección adversa* y del *hazard moral*, que causan una declinación en el gasto de inversión y la producción agregada.
- <sup>9</sup> Este apartado y la simbología empleada tiene como base la obra de RICARDO N. y BEBCZUK, R., “*Información Asimétrica en Mercados Financieros*”. Cambridge University Press. 2000, Capítulos 1 al 6.
- <sup>10</sup> El *rendimiento requerido*  $r$  es la tasa que le permita al banco alcanzar como mínimo su *costo de oportunidad* o beneficio de la inversión a la cual está renunciando por financiar un proyecto.
- <sup>11</sup>  $V_{LP}$  será mayor en la medida en que el prestatario cuente con mayores garantías o involucre más fondos propios.
- <sup>12</sup> RICARDO, N. y BEBCZUK, R. (2000), Op. Cit., p. 21.
- <sup>13</sup> RICARDO, N. y BEBCZUK, R. (2000), Op. Cit., p. 27.
- <sup>14</sup> Entendiendo como liquidez del sistema la suma del efectivo en entidades financieras y depósitos de los bancos en el BCRA, como fracción de los depósitos en efectivo.
- <sup>15</sup> Al respecto DAPENA, J. P. y DAPENA J. L. en “Sistemas de información en Pymes y acceso al crédito en contextos de asimetría de información”. Buenos Aires. Agosto de 2003, dan cuenta que en la muestra del año 2000, para las Pymes por ellos analizada: El 91,31% de la muestra no confecciona presupuestos a tres años; el 49,27% de la muestra no confecciona presupuestos anuales; el 69,56% de la muestra no realiza flujo de fondos anual; el 31,89% de la muestra no confecciona flujo de fondos mensual; el 31,89% de la muestra considera que la información contable no provee información útil para tomar decisiones” (p.11).
- <sup>16</sup> BLEGER, L. y ROZENWURCEL, G. “Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de Mercado y problemas de información”. *Desarrollo Económico – Revista de Ciencias Sociales*, N° 157. abr-jun 2000, p. 58.
- <sup>17</sup> Fuente: Elaboración propia en base al BCRA. Se consideró como E. Financieras a las Compañías Financieras de capital nacional y extranjero más las Cajas de Crédito.
- <sup>18</sup> Resulta difícil transferir la información generada a lo largo de los años a otras entidades, por lo que existe una alta probabilidad de que se pierda dicho acervo informativo y conduzca a un eventual racionamiento del crédito a los ex clientes, quienes antes los obtenían debido al mutuo conocimiento con el banco absorbido.

- <sup>19</sup> Ver por ejemplo: CUENIN, F. y BUSSO, M. “La Transformación del Sistema Financiero Argentino. Concentración Bancaria, Eficiencia y Financiamiento” - Ministerio de Economía, Provincia de Buenos Aires. La Plata, Noviembre de 2000.
- <sup>20</sup> El BCRA emplea la siguiente clasificación de carteras: en Situación 1: normal; Situación 2: Cumplimiento inadecuado; Situación 3: Cumplimiento deficiente; Situación 4: de difícil recuperación; Situaciones 5 y 6: Irrecuperables.
- <sup>21</sup> LEOPyME N° 5, enero del 2000, p. 9.
- <sup>22</sup> POU, P. “El Sistema Financiero y la Reconstrucción del Ahorro en la Argentina” – Conferencias 2003: Argentina: Crisis, Instituciones y Crecimiento – FIEL - Buenos Aires, 26 de agosto de 2003.
- <sup>23</sup> Elaboración propia en base a dos fuentes: 1) BLEGER, L. y ROZENWURCEL, G. “Financiamiento a las Pymes .... Op. Cit. Pág. 53. y 2) DI STÉFANO, S. y GIACCHINO, A. “Política Monetaria y Crediticia a partir del déficit cero: Un enfoque desde las Pymes”. IAEF- Banco BISEL- Fundación Libertad - sep. 2001. Anexo, p. 50.
- <sup>24</sup> Tienen su marco legal en el Título II (Art. 32 al 82) de la Ley N° 24.467 del año 1995 y sus modificatorias por Ley N° 25.300 (Ley de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa).
- <sup>25</sup> Ley N° 24.467 Art. 43. - Revocación de la autorización para su funcionamiento. La autoridad de aplicación podrá revocar la autorización para funcionar a las Sociedades de Garantía Recíproca (S.G.R.) por sí o a sugerencia del Banco Central de la República Argentina, cuando no cumplan con los requisitos y/o las disposiciones establecidas en la presente ley.
- <sup>26</sup> El fondo de riesgo estará constituido por: el aporte de los socios protectores, las asignaciones de los resultados sociales; el cincuenta por ciento (50%) de los beneficios a distribuir entre los socios participantes; las donaciones, subvenciones y otros aportes; el valor de las acciones no reintegradas a los socios excluidos; el rendimiento financiero (renta) de la inversión del propio fondo en sus colocaciones.
- <sup>27</sup> Sólo quedan excluidas las entidades financieras regidas por la Ley 21.526 y sus modificaciones (Art. 9° Dto. 1076/01).
- <sup>28</sup> Las cuatro últimas son cerradas, es decir solo para Pymes proveedoras de la *empresa socio protector*. Cabe agregar que hay otras 50 que han solicitado autorización.
- <sup>29</sup> RASSIGA F. y REINERI N. “Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina: ¿Organizaciones para el desarrollo de las PYMES o de las grandes empresas? SEPYME - Ministerio de Economía - Anales de la Asociación Argentina de Economía Política – Córdoba 2000.

## BIBLIOGRAFÍA

- BEBZUK, R. N. *Información Asimétrica en Mercados Financieros*, Cambridge University Press. 2000, Capítulos 1 a 3, 5 y 6.
- BEHREND, E. “Competitividad y Eficiencia Bancaria - Evolución de los últimos años”. Asociación de Bancos Argentinos (ABA). Buenos Aires 2001.
- BERNANKE, B. S. and GERTLER, M. “Inside the Black Box; The Credit Channel and Monetary Policy Transmission” en *Journal of Economic Perspective*. 9/4 (Fall 1995), pp. 27-48.
- BLEGER, L. y ROZENWURCEL, G. “Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de Mercado y problemas de información”. *Desarrollo Económico – Revista de Ciencias Sociales* N° 157, abr-jun 2000.
- CUENIN, F. y BUSSO, M. “La transformación del sistema financiero argentino. Concentración bancaria, eficiencia y financiamiento”. La Plata, Ministerio de Economía, Provincia de Buenos Aires, Noviembre de 2000.
- DAPENA, J. P. y DAPENA, J. L. “Sistemas de Información en Pymes y Acceso al Crédito en Contextos de Asimetría de Información”, agosto de 2003.

Leyes N° 24.467 y 24.441, del año 1995, y sus modificatorias por Ley N° 25.300 (Ley de Fomento para la Micro, Pequeña y Mediana Empresa).

MELTZER, A. H. "Monetary Credit (and other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective" en *Journal of Economic Perspectives*, (1995). 9 (Fall), pp. 49-72.

MELTZER, A. H. "Monetary Policy and the Quality of Information." Prepared for the 8th International Conference Bank of Japan in Tokyo. 1998.

MISHKIN, F. S. "Symposium on the Monetary Transmission Mechanism" en *Journal of Economic Perspectives* Vol. 9 # 4. Fall 1995.

MODIGLIANI, F. "Monetary policy and consumption: linkages via interest rate and wealth effects in the FMP Model", en *Consumer Spending and Monetary Policy: the linkages*, Federal Reserve Bank of Boston, Boston, 1971.

POU, P. "El Sistema Financiero y la Reconstrucción del Ahorro en la Argentina" en *Conferencias 2003: Argentina: Crisis, Instituciones y Crecimiento – FIEL* - Buenos Aires, 26 de agosto de 2003.

RASSIGA F. y REINERI, N. "Sociedades de Garantía Recíproca en Argentina: ¿Organizaciones para el desarrollo de las PYMES o de las grandes empresas? SEPYME", Ministerio de Economía, Anales de la Asociación Argentina de Economía Política. Córdoba, 2000.

TAYLOR, J. B. "The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework" en *Journal of Economic Perspectives*, (1995). 9 (Fall), pp. 11-26.

TOBIN, J. "A General Equilibrium Approach to Monetary Theory" en *Journal of Money, Credit, and Banking* 1, November, 1969, pp. 15-27.