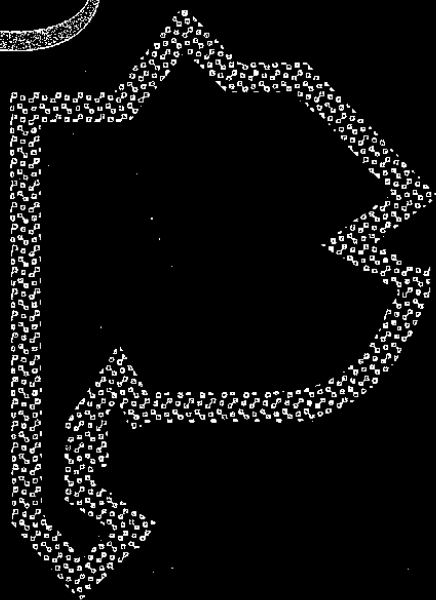


DE ECONOMIA

Nº 30

CUADERNOS

Dificultades para la obtención
de financiamiento en el
sistema financiero argentino
El caso de las PyMEs



Ministerio de Economía
de la Provincia de Buenos Aires
República Argentina

**Dificultades para la
obtención de financiamiento
en el sistema financiero
argentino**

El caso de las PyMEs

Pedro Marcelo Oviedo*

El presente trabajo ha sido realizado con la colaboración de la Lic. Mariela Balbo y de la Lic. Josefina Posadas.

Este informe ha sido realizado en el marco del Convenio Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires - Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de La Plata. La coordinación general del convenio está a cargo del Dr. Alberto Porto.

Las opiniones vertidas no comprometen la posición oficial del Ministerio de Economía de la Provincia de Buenos Aires.

La Plata, Agosto de 1997.

* Licenciado en Economía y Magister en Disciplinas Bancarias, egresado de la Universidad Nacional de La Plata .

Autoridades

Dr. Eduardo Duhalde
Gobernador

Sr. Rafael Romá
Vicegobernador

Lic. Jorge Emilio Sarghini
Ministro de Economía

Lic. Ricardo Cossio
Secretario de Ingresos Públicos

Lic. Gerardo Otero
Subsecretario de Finanzas

Lic. Carlos Fernández
Subsecretario de Política y Coordinación Fiscal

Director:

Lic. Jorge Emilio Sarghini

Coordinador: **Lic. Francisco Miguel Payo**

Prólogo

El mundo está literalmente “dominado” por la tecnología. El poder, la calidad y la extensa y rápida difusión de los continuos avances tecnológicos, parece no tener fin. La evolución de la informática revolucionó el sistema económico moderno y cambió rotundamente el modo de interrelación entre los agentes económicos y los Estados, participantes en este proceso. Las fronteras y los límites se van borrando. El compromiso presente y futuro de todo Estado incluye la educación, la incorporación y la integración de estas nuevas técnicas tanto en su ámbito como en la esfera privada. La información pasó a ser el factor decisivo en todo proceso económico.

En esta vertiginosa carrera en pos de asimilar las continuas innovaciones, ningún actor económico puede ni debe quedar rezagado. La globalización e integración universal se ven reflejadas en las repercusiones e interrelaciones que se manifiestan entre las regiones más distantes del planeta, lo que nos obliga a estar muy atentos e informados con todo lo que pasa, no sólo en nuestro ámbito sino en los demás. Este desarrollo de la informática y las comunicaciones ha influido notablemente en los movimientos de capitales internacionales. Ya no nos parecen tan lejanos e irreales los modelos de libro de texto

basados en ese postulado tan famoso, denominado: “movilidad perfecta del capital”. Hoy los capitales entran y salen rápidamente de una región, o de una actividad, en respuesta a mínimas señales de tasa de interés y beneficios.

Sin embargo, la distribución de estos capitales no es uniforme y dista mucho de serlo. Situaciones de racionamiento o limitaciones del crédito son comunes en nuestros días, ya sea por problemas de coordinación o de asimetrías de información entre los oferentes y los demandantes de recursos.

En muchas ocasiones la imposibilidad de obtener recursos financieros, impide la concreción de proyectos de inversión que resultarían viables y eficientes si no fuera por esta limitación. En otras ocasiones, obliga a las empresas a modificar su estructura óptima de financiamiento para concretar determinado proyecto.

En esta nueva entrega de “Cuadernos de Economía”, presentamos un trabajo que examina las dificultades para el acceso al crédito en el sistema financiero, analizando especialmente el caso de las pequeñas y medianas empresas, sus condiciones particulares para la obtención de préstamos y sus perspectivas.

Jorge Emilio Sarghini

Ministro de Economía
Provincia de Buenos Aires

Índice

Dificultades para la obtención de financiamiento en el sistema financiero argentino El caso de las PyMEs

	pág.
INTRODUCCION	9
CAPITULO 1: ENCUADRE DEL PROBLEMA DE LA RESTRICCIÓN CREDITICIA	12
1. CIRCUITOS DE CREDITO DIRECTO E INDIRECTO	12
1. ¿BANCA O MERCADO?	13
2. TRATAMIENTO CREDITICIO SEGUN EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS	17
3. CONCLUSIONES	19
CAPITULO 2: CREDITO BANCARIO: EVOLUCION HISTORICA Y DETERMINANTES NO ESPECIFICOS DE SU DISPONIBILIDAD	20
1. CREDITO EN ARGENTINA: DISPONIBILIDAD ACTUAL E HISTORICA Y COMPARACIONES INTERNACIONALES	20
1. DISPONIBILIDAD Y COMPOSICION ACTUAL DEL CREDITO	20
2. EVOLUCION HISTORICA Y COMPARACIONES INTERNACIONALES	22
2. DETERMINANTES NO ESPECIFICOS DEL CREDITO: LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS	24
1. LOS BALANCES SECTORIALES Y LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS: RELACIONES TEORICAS	25
2. MULTIPLICADORES MONETARIOS: COMPARACIONES INTERNACIONALES	26
3. OTROS DETERMINANTES NO ESPECIFICOS DEL CREDITO	30
1. AHORRO Y CREDITO	30
2. EL DESPLAZAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO POR PARTE DEL SECTOR PUBLICO	33
3. EFICIENCIA DEL SISTEMA BANCARIO	34
4. EL IMPACTO DE LAS REGULACIONES BANCARIAS	36
4. CONCLUSIONES	36

CAPITULO 3: SOBRE LA DETERMINACION DEL TIPO DE INTERES	38
1. LA DETERMINACION DE LA TASA DE INTERES PROMEDIO DEL SISTEMA BANCARIO	38
2. FIJACION DE INTERESES ACTIVOS POR PARTE DE LOS BANCOS	39
1. COMPORTAMIENTO MAXIMIZADOR DE BENEFICIOS DE LOS BANCOS	39
2. COMPENSACION POR RIESGO DE DEFAULT Y COSTOS ADMINISTRATIVOS DIFERENCIALES	40
3. LIMITE SUPERIOR DE LAS TASAS DE INTERES Y RACIONAMIENTO DEL CREDITO	43
3. CONCLUSIONES	47
ANEXO 1	48
CAPITULO 4: PROBLEMAS DE INFORMACION Y RIESGOS DE DEFAULT: EL CASO DE LAS PyMEs	50
1. RIESGO DE DEFAULT DE LAS PyMEs	50
2. PROBLEMAS DE INFORMACION PARTICULARES DE LAS PyMEs	53
1. NECESIDAD Y GENERACION DE INFORMACION: DIFERENCIAS POR TAMAÑO DE FIRMAS	53
3. CONCLUSIONES	55
CAPITULO 5: RECOMENDACIONES DE POLITICA	57
1. DISPONIBILIDAD GENERAL DE CREDITO	57
2. ¿COMO MEJORAR LA SITUACION RELATIVA DE LAS PyMEs?	58
1. LAS GARANTIAS DE CREDITO	59
2. SOLUCIONES A LOS PROBLEMAS INFORMATIVOS	59
3. RELACIONES BANCO-CLIENTE COMO MECANISMO PARA REDUCIR ASIMETRIAS INFORMATIVAS	60
3. CONCLUSIONES	61
ANEXO 2	62
CAPITULO 6: CONCLUSIONES FINALES	64
BIBLIOGRAFIA	69

Introducción

La demanda de crédito insatisfecha es notoria entre las empresas de menor dimensión. En el mejor de los casos, cuando éstas no son racionadas completamente de los mercados de crédito, las tasas de interés que deben pagar hacen que pocos proyectos disponibles sean rentables.

La imposibilidad de obtener recursos ahorrados por terceros y canalizados a través del sistema financiero, obliga a las firmas pequeñas y medianas a atar sus posibilidades de cambio en la combinación de factores productivos al ahorro propio o de sus propietarios, o a recurrir a formas de financiamiento más onerosas como las que se efectúan en el sistema financiero informal. Los préstamos que otorga el sistema financiero institucionalizado, mayoritariamente integrado por bancos y compañías financieras, son de difícil acceso y en casi todos los casos, las tasas reales de interés que por ellos se pagan son elevadas cuando se las compara con el rendimiento de otros activos y títulos de deuda disponibles a empresas de mayor dimensión; los plazos son cortos y las exigencias administrativas son excesivas.

Los elevados costos de los fondos externos hacen que pocos proyectos abiertos a las PyMEs puedan generar los ingresos suficientes para compensar las inversiones a ser llevadas a cabo. Adicionalmente, costos de capital mayores obligan a las firmas a emprender los proyectos más riesgosos, ya que siendo imposible huir al *trade off* entre riesgo y rendimiento, sólo los de mayor riesgo son capaces de soportar los mayores costos de utilizar el capital de terceros.

Menores posibilidades de adoptar tecnologías superiores, de ajustar la dotación de capital por hombre a las mejores prácticas conocidas, indudablemente producen efectos negativos en los beneficios de las pequeñas empresas, situación que en muchos casos se agrava por la competencia introducida por firmas de mayor envergadura que acceden más fácilmente a los mercados de crédito y a tasas significativamente inferiores.

Como prueba de los diferenciales de tasas que existen entre empresas de distinta magnitud puede señalarse lo siguiente. En el último semestre finalizado en febrero de 1997, la diferencia entre la tasa *prime* argentina para préstamos de corto plazo en dólares y la tasa *prime* americana para financiamiento de corto plazo fue siempre inferior a un punto

porcentual. Hacia el final de ese semestre, en febrero, la diferencia era aún menor: la tasa *prime* americana era igual a 8,25% y la argentina era igual al 8,27%. Es decir que algunas firmas argentinas, las *prime*, consiguen financiamiento a tasas muy próximas a las de sus pares americanas. Al mismo tiempo, las tasas de los créditos no subsidiados disponibles para las PyMEs rara vez descienden del 14 o 15% anual, dependiendo del tipo de contrato que se trate y no son pocos los que se pactan por tasas superiores al 20% anual.

En cuanto al origen del financiamiento externo de las firmas, es oportuno notar que los mercados de capitales -circuito de crédito directo, por oposición al indirecto donde participan los intermediarios financieros como los bancos- han contribuido escasamente a la canalización de recursos desde los agentes económicos en superávit financiero hacia los que se hallan en déficit. Este no es un fenómeno ubicuo o propio de economías en desarrollo sino que también se manifiesta en las economías desarrolladas; por ejemplo, Colin Mayer (1990), en un estudio destinado a observar algunas regularidades de los sistemas financieros de los principales países desarrollados, concluye: "*... in no country do securities markets contribute a large proportion of corporate sector financing. In some countries, the average contribution was close to or less than zero. Equity markets are particularly deficient in this respect*".

Sumado a esto, vale notar que no existen casi ofertas públicas de obligaciones de empresas PyMEs y que el financiamiento externo obtenido en los mercados de valores de economías donde éstos se hallan menos desarrollados es aún inferior. Como consecuencia, al momento de estudiar el crédito en la economía, la mayor atención debe centrarse en el crédito bancario que es la fuente de fondos externa que más utilizan las firmas, grandes y pequeñas.

En términos absolutos, el nivel de crédito actual del sistema bancario es el máximo histórico sostenible; si bien en otros períodos se alcanzaron cifras superiores, eran éstas de carácter esporádico y no sostenibles; el máximo actual se da tanto expresando el crédito en términos reales como en términos del PBI. Ahora bien, comparando Argentina con otras economías desarrolladas y en desarrollo se aprecia que la disponibilidad de crédito comparada es muy

reducida; por ejemplo, el cociente entre el crédito y el PBI del 22% actual de Argentina está lejos de los cocientes de Brasil, Chile, México y Colombia que rondan el 50% y mucho más lejos aún de los estándares de países desarrollados, donde la relación supera el 100%.

El objetivo del presente trabajo es poner de manifiesto las razones que explican las dificultades para el acceso al financiamiento existente en el sistema financiero argentino y que afecta sobremanera a las empresas de menor dimensión. Se distinguen dos conjuntos de determinantes aunque los límites entre ambos no son estrictos: por un lado, existen aquéllos que afectan el volumen total de crédito al sector privado de la economía y, en ese sentido, no sólo impactan sobre pequeñas y medianas empresas sino que también lo hacen sobre otras de mayor envergadura; por otro, existen los que afectan la asignación del monto total de crédito entre categorías de agentes económicos, siendo el sector PyMEs un segmento desfavorecido. A los primeros se los denominará “determinantes no específicos” y a los últimos “determinantes específicos” de la disponibilidad de crédito a lo largo del trabajo.

Entre los determinantes no específicos, se incluyen el ahorro externo e interno al que accede la economía, el grado de monetización y de bancarización, la demanda de crédito del sector público con el consecuente desplazamiento del sector privado y la eficiencia del sistema financiero, incluyendo la existencia de beneficios económicos no nulos entre los bancos.

Los principales determinantes que afectan la asignación de créditos entre sectores son los márgenes de incobrabilidad, es decir la participación de la deuda que presenta problemas de *default* y la presencia de asimetrías informativas. Las primeras obligan a los bancos a hacer que los deudores de mejor calidad subsidien indirectamente a los que presentan dificultades para atender su financiamiento, mientras que las últimas impiden a los bancos distinguir los tipos de clientes a que se enfrentan y, de este modo, seleccionar a aquéllos que pueden quedar fuera de ese sistema de subsidios, como ocurre con las firmas que reciben tasas próximas a las internacionales.

Es entonces la tesis del presente trabajo que buena parte de las dificultades que tienen las pequeñas y medianas empresas argentinas para acceder al financiamiento externo a tasas razonables, o siquiera a alguna tasa finita, son manifestaciones de las asime-

trías informativas existentes en los mercados financieros junto a la presencia de carteras de préstamos bancarias de baja cobrabilidad. Ambos factores están estrechamente vinculados por cuanto las dificultades para identificar buenos pagadores obliga a los bancos a cargar sobre el conjunto de los “buenos prestatarios” las cargas que originan los que no lo son y el problema se agudiza cuando son cuantiosos los prestatarios con dificultades. Si se pudiera racionalizar a estos últimos, es decir excluirlos del mercado de préstamos o aun aislarlos, mejoraría indudablemente las condiciones contractuales de otros prestatarios y lo que es mejor todavía, cada uno pagaría tasas acorde a su propio riesgo.

La organización de lo que sigue del trabajo es la siguiente. En el Capítulo 1 se explicita la diferencia entre los circuitos de crédito directo e indirecto como alternativas para canalizar recursos desde las unidades en superávit financiero hacia las que están en déficit financiero. Primero, se describen las diferencias en términos teóricos y luego se cuantifican algunos flujos integrantes de ambos circuitos. Esto permite orientar el trabajo hacia el crédito bancario, dejando de lado a los mercados de capitales dada su escasa importancia relativa.

Dentro del circuito de crédito indirecto, se destaca la segmentación existente entre empresas de diferente tamaño, comparando las tasas de los préstamos destinados a empresas PyMEs con los de las empresas *prime*. Las relaciones que las empresas mantienen con los bancos corrobora el menor acceso al crédito de las firmas pequeñas. El objetivo del capítulo es delimitar el problema de la accesibilidad y el precio del crédito en nuestro país.

En el Capítulo 2 se presentan datos del crédito actual en Argentina y su composición tanto en lo referente a la forma técnica, la participación de las categorías de bancos y el origen de los fondos prestados. Se analiza después la disponibilidad y la evolución del crédito bancario en Argentina desde 1940; se realiza una comparación internacional acerca de la disponibilidad actual de financiamiento bancario y se discuten los determinantes no específicos de la escasez de crédito en Argentina y en otras economías latinoamericanas. Utilizando el esquema de análisis de los tradicionales multiplicadores monetarios se deja sentado el reducido grado de monetización de la economía y la poca utilización de los servicios bancarios que, junto a un porcentaje elevado de reservas bancarias, explican gran parte de la escasez de crédi-

to. Se pone en evidencia que la demanda de base monetaria no constituye el centro del problema ya que la disponibilidad de la misma es similar a la de países desarrollados.

Completan el capítulo el estudio de: el desplazamiento del crédito al sector privado por parte del sector público, la disponibilidad de ahorro de la economía, el impacto de las regulaciones sobre los bancos y la eficiencia del sistema bancario.

En el Capítulo 3 se comienzan a estudiar los determinantes específicos que afectan la disponibilidad de crédito de las PyMEs. Para ello se presentan dos enfoques distintos para encarar el estudio de los determinantes de las tasas de interés: el primero, se ocupa de la determinación de la tasa de interés promedio del sistema bancario y, el segundo, explicita los factores que determinan las tasas de interés aplicables a una operación particular desde la óptica microeconómica de los banqueros. En especial, se destacan la morosidad de las carteras de préstamos y la dificultad informativa que presentan las PyMEs.

Se demuestra en este capítulo cuáles son los límites mínimos y máximos que encuentran los bancos para fijar el precio de los préstamos; las tasas pasivas y las activas libres de riesgo imponen un piso al costo del crédito; los problemas informativos que dan lugar a los de selección adversa y riesgo moral imponen el techo.

Los determinantes puestos de manifiesto en el Capítulo 3 constituyen el punto de partida para el desarrollo del Capítulo 4 donde se trata de cuantificar la experiencia de las PyMEs en materia de riesgo de crédito y problemas informativos que hacen de éste un sector de difícil evaluación por parte de los bancos.

Así, las ideas expuestas en el Capítulo 1 delimitan el problema de la escasez y costo del crédito; las del Capítulo 2 permiten comparar el estado actual del crédito en Argentina respecto a décadas anteriores y con otros países y analizan los determinantes no específicos de la escasez de crédito. El Capítulo 3 contiene el esquema teórico que permite en el Capítulo 4 construir las explicaciones de la escasez de crédito que específicamente sufren las PyMEs argentinas.

El Capítulo 5 contiene las recomendaciones de política que también han sido agrupadas en: las relacionadas a los determinantes no específicos, por un lado, y las vinculadas a los específicos de las PyMEs, por otro. Las primeras conducirían a aumentar la disponibilidad global de crédito de la economía y las últimas a realizar una reasignación del existente que favorezca a las PyMEs.

El Capítulo 6 contiene las conclusiones finales del trabajo.

Capítulo 1

Encuadre del problema de la restricción crediticia

El objetivo de este capítulo es delimitar los problemas de la escasez y el costo del crédito en Argentina aislando sobre todo los que enfrentan las PyMEs argentinas. Para ello, el primer acápite del capítulo pone de manifiesto los efectos de la existencia de un sistema financiero sobre ahorristas, tomadores de crédito y sobre la eficiencia de la economía. En este mismo acápite se distinguen las dos alternativas no excluyentes para organizar un sistema financiero destinado a la transferencia de recursos desde las unidades en superávit hacia las que se hallan en déficit financiero: los bancos y los mercados de capitales. Sobre la importancia relativa de ambos se describe la experiencia internacional y argentina y algunos condicionantes de su desarrollo.

En el segundo acápite, dentro del denominado circuito de crédito indirecto donde desarrollan su actividad los intermediarios financieros, se demuestra la segmentación existente para empresas de diferente tamaño; luego se comparan las tasas de los préstamos bancarios destinados a empresas PyMEs con las que se cargan a empresas de mayor dimensión. Además, se destaca el hecho de que los *spreads* de tasas entre empresas *prime* y PyMEs son superiores en Argentina comparados con países desarrollados. Finalmente, en el tercer acápite, se presentan las conclusiones del capítulo.

1. CIRCUITOS DE CREDITO DIRECTO E INDIRECTO

Tanto en las economías antiguas como en las modernas convivieron y conviven unidades en estado de superávit financiero con unidades en estado de déficit financiero, según la diferencia entre los ingresos y gastos de un período bajo estudio sea positiva o negativa, respectivamente. Aquellos en superávit encuentran los incentivos necesarios para ahorrar parte de sus ingresos, mientras que aquellos en déficit, consideran que la utilización actual de fondos más allá de sus ingresos al menos compensa el sacrificio de recursos que deberán hacer en el futuro, para retribuir a quien ha provisto la capacidad de gasto excedente. De producirse el intercambio de poder de compra entre ambas categorías de unidades, el resultado final debería ser tal que ambos tipos de agentes

se encuentren mejor o al menos igual que en ausencia de ese intercambio.

Si bien sobre toda unidad económica individual, sin importar su naturaleza jurídica o institucional, hacia el final de un período de tiempo puede decirse que se halla en déficit, superávit o en equilibrio financiero, en conjunto, las familias tradicionalmente son ahorradoras o prestamistas netas ya que sus flujos de gastos son inferiores a los ingresos, mientras que los gobiernos y las firmas han sido prestatarios netos.

La primera condición necesaria para posibilitar que algunos agentes económicos utilicen en un período de tiempo más recursos de los que la venta de sus bienes o servicios permiten obtener es que existan otros dispuestos a abstenerse de utilizar parte de los ingresos que ha generado la venta de los suyos. Una vez cumplida esa condición, es menester la existencia de un mecanismo, de algún modo definida, que permita la canalización de recursos entre ambos grupos de agentes económicos para "aceptar" las transacciones de poder de compra. De no mediar ese mecanismo, que reúna las dos puntas del mercado de fondos prestables, cada prestador debe buscar uno o más prestatarios y una actividad similar deberán desarrollar éstos para poder realizar acuerdos directos entre ellos, como ocurre en los mercados de la mayor parte de los bienes y servicios. En tal caso, los costos de transacción o fricciones del mercado resultarían elevados, tanto que hasta podrían anular los incentivos iniciales de los ahorristas y tomadores de fondos eliminando los deseos de realizar las transferencias de poder de compra¹.

El sistema financiero es precisamente el mecanismo que reduce los costos de transacción que enfrentarían de otro modo las partes, esperándose que su accionar haga mínima la distorsión de incentivos que introducen las fricciones. Comprenden: (a) un conjunto de instituciones como los fondos de pensión, los bancos, los mercados de valores, los *brokers*, las compañías de seguro y los fondos comunes de inversión, entre otros; (b) un conjunto de instrumentos que incluyen desde los billetes y monedas y los depósitos a la vista, hasta los pagarés, los bonos

¹ Teóricamente, existen fricciones toda vez que el funcionamiento mismo del mercado exige la utilización de recursos.

de deuda, acciones, futuros, *swaps*, etc.; (c) un conjunto de mercados que pueden o no estar organizados formalmente; y (d) un conjunto de normas que facilitan la interacción de los anteriores definiendo las "reglas de juego".

Las ventajas que introduce la existencia de un sistema financiero pueden esquematizarse a partir de la consideración de la oferta y demanda de fondos prestables. Como se ve en el Gráfico N° 1, la oferta de fondos prestables, *ceteris paribus*, responde positivamente al rendimiento neto del ahorro compuesto por la tasa de interés del mercado ajustada por riesgo, liquidez y por los costos necesarios para encontrar a quien ofrece la recompensa por el ahorro^{2, 3}. Por ejemplo, un ahorrista remunerado con una tasa del 15%, que debe deducir 8% en concepto de primas de riesgo y de liquidez y costos de búsqueda, tendrá una retribución final ajustada, ó rendimiento neto del ahorro, igual al 7%⁴.

La curva de demanda de fondos prestables por su parte es, *ceteris paribus*, una función decreciente del costo bruto de endeudarse debido a que mayores tasas de interés hacen que menos proyectos de inversión resulten rentables. El costo bruto está compuesto por el costo neto que es la remuneración (bruta) del ahorrista, más la adición de los costos de transacción originados en la búsqueda de prestamistas. En el ejemplo descrito, la remuneración bruta del ahorrista del 15% mencionado puede transformarse en un costo bruto de endeudarse del 19%, si se adicionan los costos (supóngase del 4%) que deberá incurrir el prestatario.

Del ejemplo anterior se puede concluir que la au-

sencia de un sistema financiero introduce una cuña del 12% entre el costo bruto de endeudarse (19%) y el retorno neto del ahorrista (7%). Bajo esas circunstancias el volumen de fondos transados en este mercado es el indicado como F_0 , en el Gráfico N° 1. Existiendo un sistema financiero, definido por ahora en términos muy generales, es posible lograr un cambio hacia la eficiencia del sistema económico si el mismo logra reducir la cuña mencionada. De hacerlo, como lo hace, podríamos suponer que reduce la diferencia entre el retorno bruto y neto del ahorrista a un 5% (antes igual al 8%) y que reduce también la diferencia entre la remuneración bruta al ahorrista y el costo bruto de endeudarse a un 1% (antes igual al 4%). En esas circunstancias podría suponerse que se puede pedir prestado al 15%, que ello significa un costo bruto de 16% adicionando los costos de búsqueda, que aunque menores comparados con los anteriores, continúan siendo positivos. Por el lado de la oferta, el retorno bruto del ahorrista del 15% se transforma en uno neto del 10%.

En este supuesto caso los resultados de la introducción de un sistema financiero son: a) el volumen de fondos transados ha aumentado siendo ahora igual a F_1 ; y b) se ha reducido la cuña inicial y, en consecuencia, ha mejorado el bienestar de las dos puntas del mercado y de la economía en forma global. En definitiva, aumenta el ahorro de la economía reflejado en la mayor cantidad ofrecida de fondos prestables y también la inversión por la mayor cantidad de proyectos que ahora resultan rentables.

1. ¿BANCA O MERCADO?

La introducción de un sistema financiero, se ha probado, aumenta el bienestar de la economía. Distinguir cuáles son sus características deseables es el paso siguiente. Una de ellas se refiere al balance entre banca y mercado, es decir, la importancia relativa que deben tener los mercados de crédito directo en relación a los indirectos. Este es uno de los dilemas que deben resolver actualmente las economías que abandonaron los regímenes socialistas y que deben decidir el esquema regulatorio que gobernará sus mercados de crédito, determinante fundamental de los pesos relativos que tendrán el mercado y la banca⁵, como se verá en este acápite.

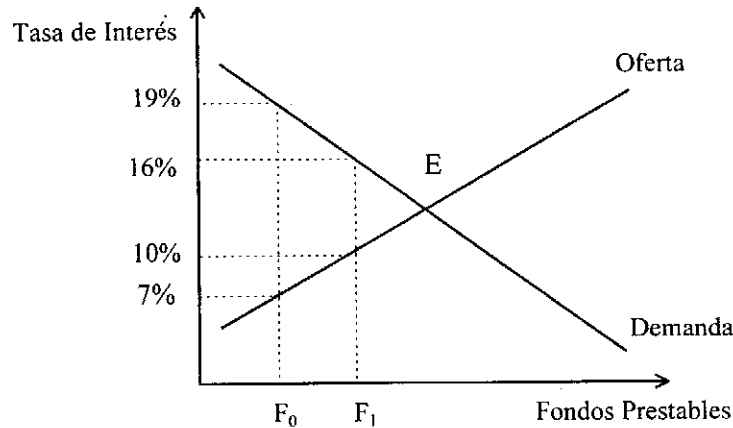
² Sobre el efecto del riesgo, para el presente capítulo, es suficiente suponer que se exige una prima de riesgo porque existe la posibilidad de que quien capta el ahorro no atienda sus compromisos futuros. La prima de liquidez es el premio por tener un papel representativo de deuda distinto del activo corrientemente utilizados en las transacciones -dinero-.

³ Dos justificaciones para la dependencia positiva del ahorro respecto al retorno ofrecido son las principales: la primera y más discutida, es que el efecto sustitución sobrepasa al efecto ingreso de un cambio en la tasa de interés para agentes económicos individuales. La segunda, válida para economías en desarrollo, es que mayores tasas de interés generan incentivos a reemplazar el ahorro en activos reales por el efectuado en activos financieros y a redirigir ahorros previamente desviados hacia otros mercados de fondos prestables como los extranjeros.

⁴ Esto es equivalente a pensar que la curva de oferta dibujada es la consecuencia del desplazamiento producido por los ajustes mencionados respecto a una que relaciona fondos ofrecidos contra rendimientos brutos.

⁵ Sobre los diseños de los sistemas financieros de las economías socialistas ver Mondschean y Opiela (1997) y Forum Report of the Economic Policy Research (1996).

GRAFICO N° 1
EFEECTO DEL SISTEMA FINANCIERO SOBRE
EL MERCADO DE FONDOS PRESTABLES



En el denominado circuito de crédito directo, al que la literatura se refiere como mercado, los demandantes y oferentes de fondos se conectan directamente entre sí sin la presencia de intermediarios que se interpongan entre ellos⁶. Este tipo de operaciones tiene lugar en el ámbito de los mercados de capitales, fundamentalmente en las bolsas de valores y los mercados abiertos. Los principales instrumentos financieros utilizados son las acciones y los bonos de deuda, a través de ellos se concede capital financiero a cambio de participaciones en la propiedad de la firma o bien a cambio de una corriente predeterminada de ingresos futuros no residuales. Toman parte en estos mercados las (grandes) empresas, los bancos de inversión y los inversores, mayoritariamente los institucionales -fondos de pensiones, fondos de inversión y compañías de seguros entre los principales-.

El canal alternativo para la transferencia de fondos es el denominado circuito de crédito indirecto, donde la presencia de intermediarios, principalmente bancos en Argentina, hace que la unidad superavitaria transfiera sus recursos excedentes a un intermediario para que sea éste quien se encargue de asignarlo entre unidades deficitarias. Los instrumentos por excelencia a través de los cuales se realizan las operaciones son los depósitos y los préstamos bancarios.

⁶ Intermediarios; entendidos como aquellos con quienes ambas partes se conectan y cuya presencia hace innecesario el contacto directo de demandantes y oferentes. Esto excluye la presencia de los *brokers* que se encargan de reducir los costos de transacción de tal contacto.

Los participantes de estas operaciones son los ahorristas (mayoritariamente pequeños), los bancos comerciales, las empresas y el gobierno. Los intermediarios financieros, al transferir recursos entre unidades económicas, cumplen otras funciones tales como la de transformación de plazos, liquidez, riesgos y monedas que también hacen deseable su existencia, funciones cuyo estudio escapa a los objetivos de este trabajo.

Aquellos que deciden participar en el circuito de crédito directo encuentran que la reducción en la cuña (ejemplificada a través del Gráfico N° 1) que posibilita el mercado es superior a la reducción que posibilitaría la banca y el mismo argumento es aplicable a quienes optan por participar en el circuito de crédito indirecto. En términos generales, podría decirse que es preferible aquel sistema que consiga proveer de financiamiento externo minimizando las fricciones propias del mercado, reduciendo los costos y los riesgos de negociar intertemporalmente el poder de compra. No obstante, la literatura académica no ha producido una respuesta contundente acerca de cuál de los dos tipos de sistema cumple mejor la función exigida.

Franklin Allen (1993) resume las ventajas relativas de la banca y el mercado como instituciones dedicadas a la asignación de recursos productivos. La participación de los bancos es importante porque conlleva una delegación en el monitoreo de las firmas, la posibilidad de generar valor mediante una relación de largo plazo entre el banco y las firmas y,

finalmente, por la posibilidad de renegociación de contratos a que dan lugar. El mercado permite una mayor diversificación de riesgos, genera precios fundamentales para la asignación de recursos e incentivos favorables a la reunión de información.

Su conclusión acerca del dominio de uno u otro mecanismo está relacionada a la necesidad o no de que diferentes evaluadores pongan de manifiesto su valor estimado de las firmas. En los casos en que la tecnología de producción de una firma es bien conocida y existe poca incertidumbre de los resultados de diferentes acciones, es poco lo que puede aportar el mercado por sobre una relación contractual directa con un banco. El mercado provee mejores resultados cuando existe poco consenso acerca de los mejores cursos de acción para la firma, porque permite que múltiples opiniones se expresen acerca del mismo. Esto justificaría la menor presencia de empresas agropecuarias respecto de otras (más) tecnológicamente intensivas en los mercados de valores.

El planteo de Allen (1993) parece consistente con la experiencia histórica. La revolución industrial de Inglaterra introdujo nuevos procesos de producción y otros cambios fundamentales que impedían estimar un único resultado de cada curso de acción, por eso, el mercado fue de máxima importancia en Inglaterra, durante y en las postrimerías de la Revolución Industrial⁷. Desde mediados del siglo XX, la mayor participación relativa del mercado se da en Estados Unidos y Canadá, donde los avances tecnológicos son abundantes entre las firmas que cotizan en los mercados de valores.

Las razones por las cuales los países poseen sistemas financieros con distintos pesos relativos de la banca y el mercado también han sido estudiadas por Stephen Prowse (1996). Este descarta las explicaciones que asignan a los accidentes históricos y culturales el resultado del diseño de los sistemas financieros y, por el contrario, cree que más bien son el producto de cuestiones reglamentarias y legales propias de cada país⁸. En este caso, existirían elevadas posibili-

dades de que pueda alentarse el desarrollo de los mercados de capitales en los países como Argentina, donde dichos mercados poseen escasa importancia económica.

Los sistemas financieros japonés y alemán se han destacado por la elevada participación de los bancos y el rol mínimo que han tenido los mercados de capitales, en este sentido, las modificaciones de las estructuras legales que gobiernan los sistemas financieros de estos países, introducidas a mediados de la década del 80 y en la presente respectivamente, con la remoción de regulaciones que afectaban negativamente el desarrollo del mercado, parecen indicar la preferencia actual de los hacedores de política por sistemas financieros con mayor participación de éste por oposición a los bancos⁹.

Como se puede ver en el Cuadro N° 1, tomado de Mayer (1990), ambos canales, mercado y banca, poseen diferente importancia relativa en cada economía aunque es sin dudas el circuito de crédito indirecto el que realiza mayor transferencia de recursos entre agentes económicos. Las participaciones respecto a las fuentes de fondos de las empresas se muestran en dicho cuadro.

La información estadística reunida por Mayer (1990) le permiten expresar lo que él entiende como hechos estilizados en los países estudiados que en parte se reflejan en el mismo cuadro. En particular son de importancia los siguientes: 1) las retenciones de ganancias son la principal fuente de fondos de las firmas en todos los países; 2) en ningún país las compañías extraen financiamientos externos substanciales de los mercados de capitales; 3) los bancos son la fuente de fondos externa dominante en todos los países; 4) las firmas pequeñas y medianas son considerablemente más dependientes del financiamiento externo que las grandes; y 5) una menor proporción del financiamiento externo de firmas pequeñas respecto a las grandes proviene de los mercados de capitales.

Respecto a estos hechos estilizados conviene repasar algunos aspectos por demás significativos haciendo algunas referencias a la economía argentina; en este último caso la información estadística pro-

⁷ Hacia 1913 un tercio de la formación de capital en Inglaterra provino de fondos obtenidos en el London Stock Exchange.

⁸ Las explicaciones de los distintos patrones de financiamiento basadas en accidentes históricos y culturales y otras influencias aleatorias encuentran su raíz última en la proposición de Modigliani y Miller que señala que en presencia de mercados de capitales perfectos y completos, estando ausentes todo tipo de imposición y costos de quie-

bra, el valor de las firmas es independiente de su estructura de capital.

⁹ Sin embargo, una conclusión definitiva no puede ser ofrecida sin contemplar los cambios regulatorios que, aunque a pasos mucho más lentos, ha comenzado a dar la economía americana otorgándole a los intermediarios financieros la posibilidad de obtener un mayor espacio como oferentes de recursos.

viene de FIEL (1996) que elaboró una encuesta especial para efectuar un diagnóstico de las PyMEs en Argentina. Sin embargo, los datos de allí surgidos no son estrictamente comparables a los expuestos más arriba para otros países debido a que las metodologías no son coincidentes. Una diferencia sustancial se

da en el caso de las fuentes de financiamiento ya que para nuestro país se conoce la proporción de empresas que utilizan cada fuente de financiamiento respecto al total de empresas encuestadas pero no existe información respecto a los totales de fondos demandados.

CUADRO N° 1
FINANCIACIONES BRUTAS OBTENIDAS RESPECTO
AL TOTAL DE FUENTES DE FINANCIAMIENTO

FUENTES \ PAISES	CANADA	FINLANDIA	FRANCIA	ALEMANIA	ITALIA	JAPON	REINO UNIDO	ESTADOS UNIDOS
Retenciones	54,2	42,1	44,1	55,2	38,5	33,7	72,0	66,9
Transferencias de Capital	0,0	0,1	1,4	6,7	5,7	0,0	2,9	0,0
Títulos de Deuda de C. P.	1,4	2,5	0,0	0,0	0,1	s/d	2,3	1,4
Préstamos Bancarios	12,8	27,2	41,5	21,1	38,6	40,7	2,4	23,1
Crédito Comercial	8,6	17,2	4,7	2,2	0,0	18,3	2,8	8,4
Bonos	6,1	1,8	2,3	0,7	2,4	3,1	0,8	9,7
Acciones	11,9	5,6	10,6	2,1	10,8	3,5	4,9	0,8
Otros	4,1	6,9	0,0	11,9	1,6	0,7	2,2	-6,1
Ajuste Estadístico	0,9	-3,4	-4,6	0,1	2,3	s/d	9,7	-4,2
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Fuente: Extraído de Mayer (1990; pág. 312). Tabla original construida sobre datos del OECD Financial Statistics.

El primer hecho significativo, citado por Mayer, es el referido a la distribución del financiamiento externo de las firmas, haciendo notar que los mercados de capitales han contribuido escasamente a la canalización de recursos desde los agentes económicos en superávit financiero hacia los que se hallan en déficit y que la retención de utilidades es la fuente de fondos primordial de las firmas. Al comentar los resultados de su estudio, Mayer concluye: "... in no country do securities markets contribute a large proportion of corporate sector financing. In some countries, the average contribution was close to or less than zero. Equity markets are particularly deficient in this respect"¹⁰.

Los datos relevados por FIEL (1996; Cuadro 17 pág. 155) muestran que en Argentina el 70% de las empresas recurre a las reservas de utilidades como

fuente de fondos, 12% al aporte de sus socios, 44% al financiamiento de proveedores, 58% al crédito bancario o financiero local y 10% al crédito del exterior. Estos datos parecen corroborar que la principal fuente de fondos de las empresas en Argentina está dada por las reservas de utilidades. Aunque no se diferencian los préstamos bancarios de las emisiones de obligaciones o títulos de deuda, la existencia actual de obligaciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires parece corroborar el hecho de que el mercado de capitales argentino también provee escaso financiamiento a las firmas¹¹.

Que la mayor parte del financiamiento externo de las firmas es provisto por los bancos, que la mayor

¹⁰ También James Tobin (1984) comulga con esta idea cuando expresa: "very little of the work done by the security industry, as gauged by the volume of market activity, has to do with the financing of real investment in any very direct way".

¹¹ Del informe de FIEL (1996), pág. 20, Gráfico 2, es posible inferir que menos del 5% de las firmas no PyMEs encuestadas ha emitido obligaciones negociables (los títulos de deuda argentinos por excelencia), mientras que menos del 1% de las PyMEs lo ha hecho. La definición de PyMEs allí adoptada depende de si el número de empleados es inferior o superior a 100.

restricción opera sobre la demanda de fondos de empresas de menor dimensión y que éstas son las que menos acceden a los mercados de capitales, son hechos que también encuentran su correlato en nuestro país. Tres hechos significativos pueden ofrecerse como prueba. El primero es el escaso volumen de financiamiento que en general las empresas obtienen del mercado de capitales independientemente del tamaño. El segundo, está dado por la evidencia de que a menor tamaño existe menos vinculación con los bancos; FIEL (1996; Cuadro 18, pág. 156) muestra que las empresas de menor dimensión -según el valor bruto de producción- que no operan con bancos son el 25% del total encuestado, mientras que no existen empresas grandes que no operen con bancos. El tercero, está dado por el hecho de que sólo un número muy reducido de PyMEs ha emitido deuda en el mercado de capitales argentino.

Como consecuencia de los hechos estilizados observados para un conjunto de países y que encuentran su correlato en Argentina es posible concluir que el estudio de las dificultades que enfrentan sobre todo las PyMEs para acceder al financiamiento externo debe concentrarse no sobre el funcionamiento de los mercados de valores sino sobre el mercado de préstamos bancarios. Son ellos, luego de las reservas de

utilidades, los que mayoritariamente financian las empresas en Argentina y en el resto del mundo. En lo que sigue del trabajo las explicaciones de la escasez y condiciones del crédito en Argentina se concentran sobre los préstamos bancarios.

2. TRATAMIENTO CREDITICIO SEGUN EL TAMAÑO DE LAS EMPRESAS

En este acápite trataremos de cuantificar el tratamiento crediticio diferencial existente entre empresas argentinas. Se presentará evidencia adicional relacionada a que las mayores restricciones para el acceso al crédito, fundamentalmente en términos de precios -tasas-, son las que recaen sobre las PyMEs y acerca de que este grupo de empresas es el que más a menudo se halla racionado de los mercados de crédito.

Una parte de la evidencia de las desventajas relativas que poseen las PyMEs en los mercados de crédito fue mostrada más arriba al indicar los porcentajes de firmas de diverso tamaño que no operan con bancos. Esta evidencia se amplía reproduciendo la información de los cuadros 18 y 21 de FIEL (1996) en el Cuadro N° 2.

CUADRO N° 2
COSTO DEL CREDITO Y OPERACIONES CON BANCOS SEGUN TAMAÑO DE LAS EMPRESAS ARGENTINAS

Tamaño según Valor Bruto de Producción ^a	% Empresas que no Operan con Bancos	N° de Bancos con que Opera	Costo del Crédito Tasa Anual Promedio ^b	Desvío del Costo del Crédito
Tamaño 1	36,4	1,0	25,1	17,7
Tamaño 2	24,4	1,8	27,3	17,3
Tamaño 3	24,8	2,4	21,9	15,5
Tamaño 4	18,0	4,3	21,8	16,1
Tamaño 5	10,7	8,7	13,7	9,7
Tamaño 6	0,0	25,4	10,0	1,4
Total	24,7	2,9	23,3	16,5

^a Los tamaños están definidos seleccionando seis categorías para las que se verifique la menor variabilidad de los valores bruto de producción. Tamaño 1 incluye a las empresas de menor dimensión y Tamaño 6 a los de mayor dimensión. Ver FIEL (1996, Pág. 144).

^b La fuente no aclara el tipo de instrumento ni el plazo a que se refiere el costo del crédito.

Fuente: FIEL (1996), Cuadros 18 y 21.

Se puede notar en el cuadro que casi el 25% del total de empresas no opera con bancos; mientras que no existen grandes empresas desconectadas de intermediarios, al tiempo que el 36% de las más pequeñas se encuentran en esa situación. A medida que aumenta el tamaño de las firmas aumenta el número de bancos con los cuales se opera y además se reduce la proporción de empresas que no opera con ningún banco. Por otra parte, el diferencial de tasas entre una empresa Tamaño 1 y otra Tamaño 6 es de 15 puntos porcentuales; este diferencial no se reduce en forma significativa sino hasta alcanzar el Tamaño 5. La desviación estándar de las tasas deja ver que existen empresas pequeñas que acceden a tasas reducidas, cercanas a las de empresas más grandes, al tiempo que otras pequeñas estarían soportando tasas exorbitantes. También la dispersión de tasas deja ver que es indudable que siendo grande, una empresa obtiene fondos a tasas que en pocos casos exceden los 12 puntos porcentuales; 2/3 de las firmas de mayor tamaño recibe tasas entre el 8,6 y el 10% anual.

Comparando los *spreads* que pagan las empresas PyMEs de otras economías desarrolladas se puede concluir que el fenómeno de tasas elevadas para este grupo de firmas tiene aspectos salientes en Argentina puesto que los diferenciales de tasas respecto a las empresas *prime* son significativamente superiores en este último caso. Por ejemplo, Allen Berger y Gregory Udell (1994), en un estudio destinado a evaluar el efecto de las relaciones banco-cliente sobre el tratamiento crediticio de las firmas, muestran que, en Estados Unidos y para una muestra de 153 firmas con activos inferiores a los \$ 500.000, la prima sobre la tasa *prime* que abonan es en promedio igual a 1,72 puntos porcentuales¹²; comparado con las primas del Cuadro N° 2 se puede notar que los diferenciales argentinos son significativamente superiores.

Además de la evidencia mostrada en el Cuadro N° 2 respecto al tratamiento crediticio diferencial favorable a las empresas de mayor tamaño, se pueden notar las diferencias que existen entre las empresas consideradas *prime* respecto de las que no lo son. Conviene señalar que es de esperar que la mayor proporción de empresas *prime* se ubique en el Tamaño 6 del cuadro y que esa proporción sea decreciente a medida que consideramos las dimensiones menores.

¹² Aproximadamente el 80% de estas firmas poseen menos de 50 empleados.

Se consideran *prime* los prestatarios de mejor calidad relativa; se espera que entre ellos exista el riesgo de *default* mínimo¹³; la probabilidad de que dificultades de diversa índole afecten la capacidad de pago de estas firmas es la menor alcanzable. A este tipo de prestatarios los bancos cobran la denominada tasa *prime* o de primera línea. Las mismas actúan como tasas de referencia respecto a las cuales es posible calcular las que se cargarán a otros prestatarios de calidad menor; se las ajusta de modo de compensar, sobre todo, los mayores riesgos de *default*, como veremos en el Capítulo 3¹⁴.

El Gráfico N° 2 muestra la evolución de los valores promedios, para pesos y dólares, de las tasas *prime* argentinas para préstamos a 30 días, desde abril de 1993 hasta febrero de 1997 y junto a ellas la tasa *prime* americana para financiamientos de corto plazo. La tasa *prime* promedio de fin de período de Argentina es de 8,27% para dólares y de 9,56% para pesos; la de dólares alcanzó su mínimo en febrero de 1994 previo a que la Reserva Federal comenzara a elevar la tasa de los *Federal Funds*, hecho que más tarde contribuiría a generar la crisis financiera del "Tequila". En el momento más agudo de la crisis financiera la de dólares llegó al 22,6% y la de pesos al 32,7%. En el mediano plazo, se puede afirmar que la diferencia entre pesos y dólares se ha ido reduciendo en el tiempo y en febrero de 1997 era igual a 1,27 puntos porcentuales y ello es casi completamente atribuible al riesgo de que *ex post*, deudas contraídas en pesos tengan un valor distinto al de las contraídas en dólares; buena parte de este riesgo es el de devaluación.

La diferencia entre las tasas en dólares americana y argentina no es significativa, ya que en el último semestre Argentina no se aparta más de 1 punto porcentual de su par estadounidense y la diferencia casi desaparece en febrero de 1996, siendo igual a 0,02%.

Lo que ponen en evidencia estas comparaciones es que existen empresas argentinas, precisamente las *prime*, que actualmente pagan tasas virtualmente iguales a las que pagan sus pares americanas. Esta

¹³ El riesgo de *default* es el riesgo asociado al hecho de que el tomador de fondos no cumpla con el pago de los intereses y/o el capital adeudado. En ocasiones se hace referencia al mismo como riesgo de crédito; no obstante en este trabajo utilizaremos el término *sajón*.

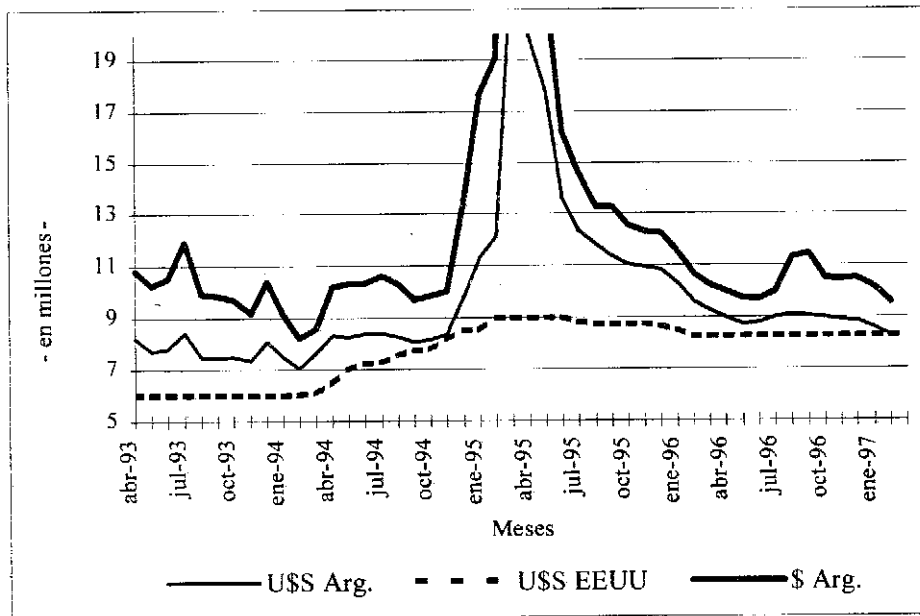
¹⁴ Sobre las tasas *prime* como tasa de referencia sobre la cual los bancos establecen otras, ver Joseph Sinkey, Jr. (1992, Cap. 19, pág. 524).

situación contrasta sobremanera con la de las empresas PyMEs cuyas tasas de muy corto plazo pueden ubicarse en un rango que va desde el 15% hasta otras que superan holgadamente el 20%, según los títulos

de deuda de que se trate, las garantías y otras consideraciones contractuales. Este es el contraste que merece explicaciones y a cuyo estudio están dedicados los capítulos siguientes.

GRAFICO N° 2

TASAS PRIME PROMEDIO ARGENTINA PARA PESOS Y DOLARES SOBRE PRESTAMOS DE CORTO PLAZO



Fuente: Boletín Estadístico, BCRA, varios números y Federal Reserve Bank of Dallas.

3. CONCLUSIONES

En todas las economías existen unidades de gastos deficitarias y unidades de gasto superavitarias cuyo bienestar aumenta si pueden intercambiar poder de compra entre ellas. La introducción de un sistema financiero en la economía facilita ese intercambio. La organización de éste podrá dar mayor importancia a los intermediarios financieros o al mercado según las ventajas relativas que se encuentren en uno y otro mecanismo; no existe una conclusión definitiva acerca de si la banca o el mercado cumplen mejor la función de poder facilitar las transacciones entre unidades deficitarias y superavitarias.

No obstante, en las economías desarrolladas y, en mayor medida, en las en desarrollo, el mercado es una pobre fuente de fondos externa para las firmas, el

fenómeno se acentúa cuando se reduce el tamaño de las mismas. La evidencia argentina corrobora la experiencia internacional ya que es posible mostrar que la fuente primaria de fondos de las firmas para llevar adelante emprendimientos o para financiar las operaciones corrientes provienen de ahorros propios. Es menor la participación de los fondos captados a través de los bancos y los mercados de capitales.

Por el financiamiento bancario, mientras que las empresas *prime* argentinas pagan tasas casi iguales a las de sus pares americanas, las empresas *no prime* pagan tasas considerablemente superiores. Los *spreads* de tasas según el tamaño van más allá de los 15 puntos porcentuales, una situación que contrasta con la de las PyMEs americanas donde en promedio ese diferencial de tasas no supera el 2%.

Capítulo 2

Crédito bancario: evolución histórica y determinantes no específicos de su disponibilidad

Se ha mostrado en el capítulo anterior que la disponibilidad de crédito es desigual entre las empresas de diferente tamaño; las tasas de interés presentan marcadas diferencias en sus niveles y en su variabilidad según la magnitud de las firmas. Existe además abrumadora evidencia acerca del racionamiento que sufren las PyMEs en el mercado de préstamos bancarios y que no aparece reflejada en esas estadísticas. Son múltiples los reclamos de asociaciones empresariales exigiendo financiaciones y líneas de créditos especiales a tasas menores a las que usualmente pagan.

En este capítulo, se abordan algunos de los determinantes de la escasez relativa de crédito para las PyMEs, pero se lo hace de modo indirecto. Ello en virtud de que se destacan los principales factores que afectan la disponibilidad de crédito bancario en un país sin distinguir entre quienes son los receptores del mismo; antes de arribar a los determinantes de la cuota de mercado que se asignarán a sectores individuales se hace necesario conocer cómo se genera la masa a distribuir. Por ello, a dichos factores, se los ha denominado, en este trabajo, "determinantes no específicos" de la escasez de crédito.

El capítulo contiene otros tres acápites que se han esquematizado del siguiente modo. En el primer acápite se presentan estadísticas que comparan la disponibilidad actual de crédito bancario en Argentina, primero, respecto al pasado de nuestro país remontándose hasta 1940 y, luego, respecto a otros países, tanto desarrollados como en vías de desarrollo que permiten ilustrar el estado actual de la economía argentina en materia de crédito. En los acápites subsiguientes se estudian lo que hemos denominado determinantes no específicos de la disponibilidad de crédito y, a través de ellos, se ofrecen explicaciones para los resultados obtenidos en el acápite 1. En primer lugar, en el acápite 2, los tradicionales multiplicadores monetarios se utilizan para explicar el impacto que poseen sobre la disponibilidad de crédito la (des) monetización de la economía, el coeficiente de reservas y la utilización de los medios de pago y otros servicios ofrecidos por los bancos. A continuación, en el acápite 3, se pone en evidencia el impacto de otros factores no específicos como: la distribución del crédito entre el sector privado y el sector público; la fuente de fondos de

los bancos; la tasa de ahorro de la economía, las regulaciones de la autoridad monetaria y la eficiencia del sistema bancario, incluido el margen de ganancia de éstos. El acápite 4 presenta las conclusiones del capítulo.

Una vez concluido este segundo capítulo, reconociendo las causas que han conducido al país a su estado actual en materia de crédito bancario, se habrá dado un paso fundamental hacia el diseño de las medidas de políticas de carácter general que se discuten en el Capítulo 5. Faltará realizar el estudio de los determinantes específicos que se lleva adelante en el Capítulo 4 para arribar a las medidas de política destinadas a afectar la disponibilidad de crédito para el sector específico de las PyMEs.

1. CREDITO EN ARGENTINA: DISPONIBILIDAD ACTUAL E HISTORICA Y COMPARACIONES INTERNACIONALES

1. DISPONIBILIDAD Y COMPOSICION ACTUAL DEL CREDITO

El sector bancario argentino está compuesto por bancos comerciales, bancos de inversión, bancos hipotecarios, compañías financieras, cajas de crédito y sociedades de ahorro y préstamo para fines determinados. Hacia fines de 1996, en conjunto, esos intermediarios financieros habían concedido financiaciones bajo la forma de préstamos por 59 mil millones de pesos. Adicionando los valores públicos y privados, por ellos adquiridos, que también constituyen otra forma de canalizar poder de compra de terceros, el total de financiaciones se elevaba a 71,4 mil millones de pesos.

Los bancos aportan la mayor parte del total de préstamos ya que los demás intermediarios financieros sólo contribuyen con aproximadamente el 1%. Los bancos públicos aportan el 38%, mientras que los privados, sin distinguir la nacionalidad ni la organización de la propiedad, aportan el 61% restante (Ver Gráfico N° 3). Los bancos extranjeros y sucursales de bancos extranjeros proveen financiaciones por mon-

tos similares a la de los bancos públicos provinciales y públicos nacionales considerados por separado. Los bancos privados nacionales son el grupo de bancos que aporta la mayor cantidad de préstamos.

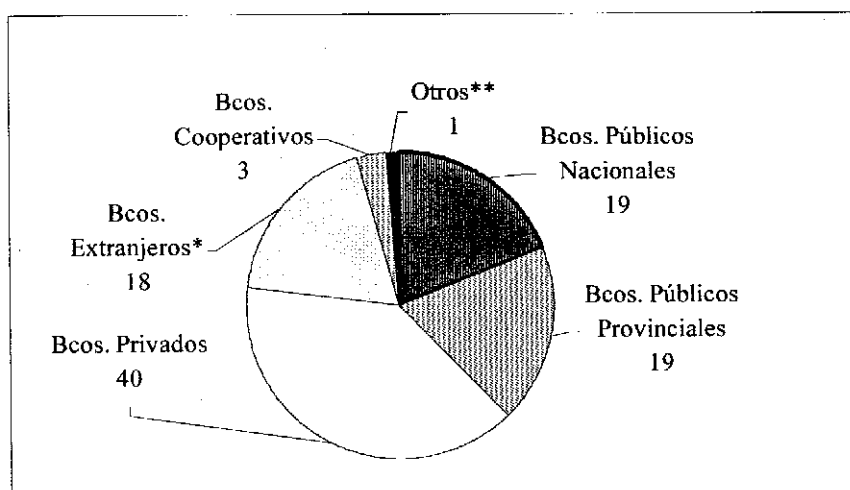
La participación de los bancos cooperativos es igual al 3% y ha caído notablemente respecto de la situación previa a la crisis financiera de 1995. Por

ejemplo, hacia finales de 1994 la participación en el total de préstamos concedidas por el grupo era de 8,3% y hacia finales de 1995 del 4,5%. En virtud de que el principal segmento de clientes de estos bancos son pequeñas y medianas empresas, el decaimiento del sector debe haber impactado negativamente en el monto de crédito recibido por las PyMEs.

GRAFICO N° 3

DISTRIBUCION DE PRESTAMOS POR GRUPOS DE INTERMEDIARIOS

Noviembre de 1996. -En porcentajes-



*Incluye a las sucursales de bancos extranjeros.

**Comprende compañías financieras, cajas de crédito, y sociedades de ahorro y préstamo para fines específicos.

Fuente: Estados Contables de las Entidades Financieras, BCRA.

El Cuadro N° 3 discrimina los préstamos según la forma técnica de los mismos. Las categorías incluyen: adelantos, documentos a sola firma descontados y comprados, préstamos hipotecarios, préstamos prendarios, préstamos personales y otros; en estos últimos se agrupan a los créditos documentarios, a los de títulos públicos y a los que aparecen bajo el título de otros en las estadísticas del Banco Central. La suma de estas categorías está expresada en términos brutos pues no se descuentan ni las provisiones realizadas ni los intereses pactados no devengados¹⁵.

Como se nota en el Cuadro N° 3 más del 47% de las financiaciones que otorga el sistema financiero argentino son de corto plazo, considerando como

tales a las dos primeras formas técnicas y sin considerar el rubro otros que incluye préstamos de diversos plazos. Si se considera a los préstamos personales como de mediano plazo, es posible afirmar que las financiaciones de mediano y largo plazo del sistema bancario argentino superan el 32% del total.

En cuanto al origen de los fondos prestados por los bancos y más concretamente el pasivo de las entidades financieras, el Cuadro N° 4 presenta su composición¹⁶. Los depósitos, y dentro de éstos los de plazo fijo, componen la principal fuente de fondos

¹⁵ Descontando estas dos categorías se obtiene el total de 59 mil millones de pesos mencionado más arriba.

¹⁶ La relación existente entre el capital (medido a través del patrimonio neto) y los pasivos del sistema financiero es igual a 6,31; lo que es lo mismo, los fondos propios de los bancos equivalen al 15,9% del total de los fondos de terceros.

de terceros en poder de los bancos, seguido por las otras obligaciones por intermediación financiera que incluyen la emisión de obligaciones hechas por éstos¹⁷. El 54,5% de los depósitos se hallan constituidos en dólares y el porcentaje dolarizado es mayor en el caso de los depósitos a plazo (72,3%) y menor en el caso de los depósitos corrientes (4,2%).

CUADRO N° 3

DISTRIBUCION DE LOS PRESTAMOS SEGUN FORMA TECNICA

Noviembre de 1996

CATEGORIAS	MILLONES DE \$	PARTICIPACION PORCENTUAL
Adelantos	10.528	16,8
Documentos Descontados y Comprados	19.043	30,3
Préstamos Hipotecarios	10.950	17,4
Préstamos Prendarios	3.679	5,9
Préstamos Personales	5.705	9,1
Otros	12.867	20,5
Total	62.772	100,0

Fuente: Estados Contables de las Entidades Financieras, BCRA.

2. EVOLUCION HISTORICA Y COMPARACIONES INTERNACIONALES

La evolución histórica del crédito en Argentina se muestra en el Gráfico N° 4. Los datos allí expuestos corresponden a los préstamos reales (en pesos de diciembre de 1996) de las entidades financieras. La disponibilidad de crédito actual sólo se halla superada por el esporádico *stock* alcanzado en el período de inestabilidad macroeconómica severa que la economía vivió en 1989, por lo que el actual es un máximo alcanzado en forma sostenible.

No obstante lo anterior, una correcta comparación del nivel histórico de préstamos otorgados por los intermediarios financieros exige la utilización de alguna variable de escala como el PBI. El nivel actual de la relación Préstamos/PBI es igual a 22%. También entonces en términos del producto, como se ve en el Gráfico

¹⁷ La participación de los depósitos en el total de fuentes de fondos cambia con el tamaño de los bancos; en el caso de los más pequeños esta participación es superior al 90%.

N° 5, la disponibilidad de crédito actual supera la de cualquier año anterior excepto la del período mencionado. Ahora sí, es posible concluir definitivamente que la disponibilidad de crédito que existe en la actualidad, en Argentina, es la máxima histórica alcanzada de forma sostenible. Siendo el producto una medida del nivel de actividad económica del país, es posible concluir que nunca existió tanto financiamiento para el desenvolvimiento de la actividad económica.

CUADRO N° 4

FUENTE DE FONDOS EXTERNAS DEL SISTEMA FINANCIERO

Noviembre de 1996

RUBROS DEL PASIVO	MILLONES DE \$	PARTICIPACION PORCENTUAL
Depositos	54.644	59,1
Cuenta Corriente	10.567	11,4
Caja de Ahorro	10.108	10,9
Plazo Fijo	32.912	35,6
Otros	1.057	1,1
Otras obligaciones por intermediación financiera	35.224	38,1
Otros pasivos	2.600	2,8
TOTAL	92.468	100,0

Fuente: Estados Contables de las Entidades Financieras, BCRA.

Sin embargo, que nunca haya existido tanto financiamiento externo no implica que la tasa de inversión de la economía o, más aún, la tasa de ahorro, sea la máxima histórica. Ello en virtud de que el sistema bancario intermedia sólo una parte del ahorro disponible para el país y entonces sólo presta la fracción que a él se ha consignado. Existen otras formas de ahorro que, como el generado en el interior de las firmas, sin intermediación de ningún tipo se transforma en inversión; además, las familias ahorran en instrumentos financieros distintos de los ofrecidos por los bancos, ahorros que pueden, por ejemplo, destinarse al mercado de deuda directa en las bolsas de valores. También debe incorporarse como explicación de la imposibilidad de asociar el ahorro con los préstamos bancarios al hecho de que el país, en la medida que abre su cuenta de capital al resto del mundo, capta ahorro externo para financiar la inversión doméstica que no necesariamente pasa por los bancos, como es el caso de la inversión extranjera directa.

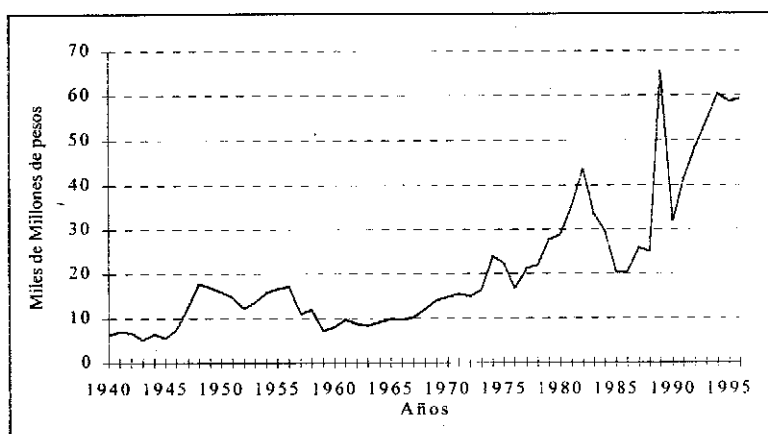
Por otra parte, comparando con otras economías, son válidos otros interrogantes: ¿Es el *stock* de préstamos realmente elevado? Vale decir, ¿En otras economías los intermediarios financieros generan relativamente más o menos crédito? ¿Financian un mayor nivel de actividad económica? En base a la información ofrecida por el Fondo Monetario Internacional, en la publicación Estadísticas Financieras Internacionales, se consideraron el crédito que otorgan las entidades bancarias creadoras de dinero (las que

reciben depósitos en cuentas corrientes) y otras entidades bancarias no creadoras de dinero a los distintos sectores económicos en otras economías. Se recopilaban datos de 6 países en desarrollo y 7 desarrollados: Argentina, Brasil, Chile, Venezuela, Colombia, México, Suiza, Suecia, Reino Unido, Países Bajos, Francia, Estados Unidos y España. En todos los casos se utilizó al PBI como variable de escala. Los resultados de la relación Crédito/PBI para los países mencionados se expone en el Gráfico N° 6.

GRAFICO N° 4

CREDITO DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ARGENTINA 1940-1996

- en millones de pesos de diciembre de 1996 -

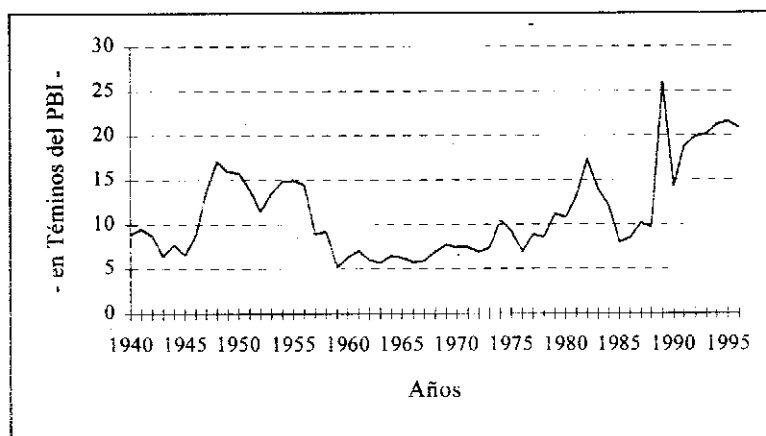


Fuente: Boletín Estadístico, BCRA. Varios números.

GRAFICO N° 5

CREDITO DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS EN ARGENTINA 1940-1996

- en términos del PBI -



Fuente: Boletín Estadístico, BCRA. Varios números e INDEC para el PBI.

La comparación internacional relativiza entonces la elevada disponibilidad de crédito actual en Argentina. La afirmación correcta debería ser: nunca existió tanto crédito en el país, pero aún no están agotadas las oportunidades para elevarlo considerablemente, dada la experiencia de otras economías en desarrollo y desarrolladas.

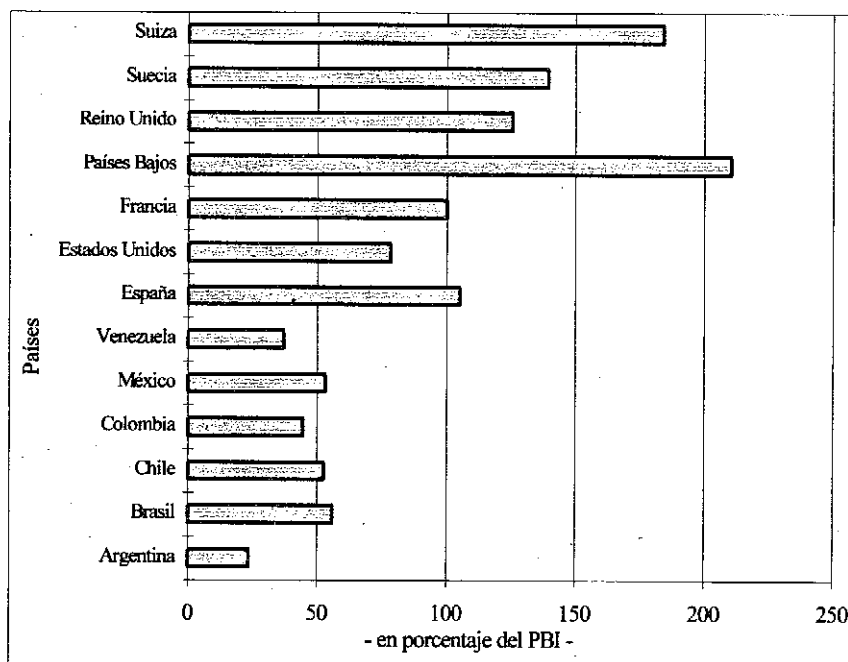
En base a la muestra, se puede concluir que los países latinoamericanos (en desarrollo) generan menos crédito de intermediarios financieros respecto al que generan los países desarrollados: el promedio de los primeros es igual a 44% del producto mientras que el de los desarrollados es igual a 105% del producto. Sumado a lo anterior, la disponibilidad de crédito en Argentina se

halla en el segmento inferior dentro del grupo de los latinoamericanos siendo de aproximadamente el 22% del producto.

La comparación internacional de la disponibilidad de crédito deja en evidencia que, independientemente de qué sectores alcancen mejor tratamiento crediticio en términos de ausencia de racionamiento y precios del crédito, existe escasez de financiamiento externo en términos generales para los agentes económicos cuando se compara a Argentina con otras economías. Se necesitan entonces explicaciones de carácter general para dilucidar los determinantes de tal estado de cosas. Esta escasez de crédito agregada es la que se debe explicar en lo que sigue del capítulo.

GRAFICO N° 6

COMPARACION INTERNACIONAL DEL CREDITO DE INTERMEDIARIOS FINANCIEROS



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales; FMI. Anuario de 1995.

2. DETERMINANTES NO ESPECIFICOS DEL CREDITO: LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS

Los multiplicadores monetarios son relaciones que vinculan las decisiones del banco central, los intermediarios financieros regulados por éste y el público. Del

análisis de estos multiplicadores es posible arribar a importantes conclusiones en materia de monetización y crédito. Se presentarán primero las construcciones teóricas que permitirán luego analizar el caso de Argentina y los restantes países latinoamericanos y desarrollados considerados más arriba. El objetivo del acápite continúa siendo explicar la menor disponibilidad de crédito

núa siendo explicar la menor disponibilidad de crédito relativa de nuestro país que fuera puesta de manifiesto en el Gráfico N° 6.

1. LOS BALANCES SECTORIALES Y LOS MULTIPLICADORES MONETARIOS: RELACIONES TEORICAS

Comenzaremos describiendo los balances sectoriales de una economía simplificada en el Cuadro N° 5. En primer lugar, el banco central posee entre sus activos, reservas internacionales, crédito interno, identificado con T para indicar que se trata del total compuesto por el crédito a los intermediarios financieros y al gobierno, y los otros activos¹⁸; entre paréntesis se indica a quien pertenece el respectivo rubro, c al banco central, b a los intermediarios financieros y p al público. Los pasivos del banco central están compuestos por: billetes y monedas que ha emitido, que se hallan repartidos entre el público y los intermediarios financieros; depósitos recibidos de estos últimos por encajes y otros conceptos. PN (c) es el patrimonio neto del banco central.

Los intermediarios financieros (bancos en este acápite) poseen entre sus activos billetes y monedas, depósitos en el banco central, préstamos al público y otros activos; entre sus pasivos las tres categorías de depósitos del público y, por supuesto, los pasivos propios o PN (b). No se considera la posibilidad de emisión de obligaciones distintas a la de los depósitos por parte de los bancos.

Finalmente, el balance del público contiene los billetes y monedas, los tres tipos de depósitos y los activos reales en el activo; los préstamos en el pasivo. El patrimonio neto del público corresponde a su riqueza neta.

Los agregados monetarios de interés para el desarrollo de lo que sigue son: 1) la base monetaria (BM), compuesta por los billetes y monedas emitidos por el banco central y los depósitos de los bancos en el banco central; 2) M1, los medios de pago, compuesto por los billetes y monedas en el público (C) y los depósitos en cuenta corriente (Dc); 3) M2, compues-

to por el circulante en el público más los depósitos de todas las categorías (D).

La primer relación de interés es la existente entre los depósitos totales y la base monetaria; permite apreciar los determinantes de la cantidad de depósitos del sistema bancario y de allí su potencial crecimiento. Considerando las definiciones realizadas más arriba:

$$(1) \quad \frac{BM}{D} = \frac{C+R}{D} = \frac{C}{D} + \frac{R}{D} = c+r$$

donde R son las reservas o encajes que incluyen a las legalmente exigidas y a las voluntariamente adoptadas por los bancos; al cociente entre circulante y depósitos se lo denomina c y al cociente entre reservas y depósitos se lo denomina r, que representa el coeficiente empírico de encajes. Reordenando esta expresión se obtiene:

$$(2) \quad D = BM \times \frac{1}{c+r}$$

la ecuación (2) muestra que el monto máximo de depósitos que puede existir en los bancos depende positivamente de la cantidad de base monetaria emitida por el banco central y negativamente del coeficiente de reservas y de la elección del público entre circulante y depósitos. Al segundo término del lado derecho de (2) se lo llama multiplicador de los depósitos bancarios.

La segunda relación de interés es la existente entre M2 y la base monetaria; también partiendo de la definición de ambas variables:

$$(3) \quad \frac{M2}{BM} = \frac{C+D}{C+R} = \frac{C/D+D/D}{C/D+R/D} = \frac{c+1}{c+r} \equiv k$$

reordenando convenientemente (3) se obtiene que:

$$(4) \quad M2 = BM \times k$$

de modo que el total de M2 depende positivamente de la cantidad de base monetaria y del multiplicador de M2, k. Este último depende negativamente de c y de r.

Si se considera el balance consolidado de los bancos y el banco central expuesto en el Cuadro N° 5 se puede notar que M2 corresponde al pasivo de ese consolidado¹⁹. Si se supone además que los patrimonios se hallan inmovilizados, es decir existe una

¹⁸ Para simplificar la exposición se evita hacer un detalle adicional de los balances del Gobierno. En los préstamos de los bancos expuestos más abajo debería considerarse que una parte corresponde a financiaciones hechas al gobierno al tiempo que también una fracción de los depósitos (en la actualidad sobre todo los corrientes) han sido constituidos por éste. En este sentido, puede considerarse que el gobierno forma parte del sector que identificamos como Público.

¹⁹ El patrimonio neto del consolidado corresponde a la suma de los respectivos rubros de los bancos y el banco central. La expresión Crédito Interno (P) del consolidado alude a las financiaciones concedidas a la Tesorería del gobierno por el banco central.

igualdad entre éstos y los otros activos, se puede observar que la contrapartida de M2, del otro lado del balance, es equivalente al total de financiaciones concedidas por el sistema bancario, compuesto de la tenencia de reservas internacionales, por parte del banco central, los préstamos que éste concede al gobierno y, finalmente, los préstamos al público.

Dado un estado estacionario del balance de pagos y un límite al crecimiento del crédito interno al gobierno, los incrementos de los depósitos se transformarán directamente en mayor volumen de préstamos de los bancos. Aquí se puede ver entonces el efecto de la bancarización y monetización de la economía: ambos aumentan la capacidad prestable de los bancos.

CUADRO N° 5
BALANCES SECTORIALES Y CONSOLIDACION

Banco Central		Intermediarios Financieros	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Reservas Internac.	Bill. y Monedas.	Bill. y Monedas (b)	Dep. Corrientes
Crédito Interno T	Dep. de Bancos	Dep. en el BC	Dep. de Ahorro
Otros Activos (c)	PN (c)	Préstamos al Público	Dep. a Plazo
		Otros Activos (b)	PN (b)
Público		Consolidado Banco Central e Interm. Financieros	
Activo	Pasivo	Activo	Pasivo
Bill. y Monedas (p)	Préstamos	Reservas Internac.	Bill. y Monedas (p)
Dep. Corrientes		Crédito Interno (p)	Dep. Corrientes
Dep. de Ahorro		Préstamos	Dep. de Ahorro
Dep. a Plazo		Otros Activos	Dep. a Plazo
Activos Reales	Riqueza Neta		PN

En términos más generales, si se consigue ampliar M2 se conseguirá que el sistema bancario conceda más crédito. Como se desprende de (4) el tamaño de M2 depende del multiplicador y de la cantidad de base monetaria; creciendo cualquiera de ellos o los dos, crecerá M2.

La cantidad de base monetaria se determina mediante la oferta y demanda de ésta, de modo que aunque su costo de producción sea virtualmente nulo no se puede fijar arbitrariamente su nivel. Sin embargo, es importante destacar que cuanto mayor sea la demanda de dinero del público, dejando las demás cosas constantes, ello se traducirá en un aumento en la cantidad de base monetaria²⁰.

El multiplicador resulta afectado, en primer lugar y como se dijo, por el coeficiente c, es decir, la elección que realiza el público entre circulante y depósitos; si el público decidiese poseer menos cantidad de circulante por cada peso de depósito o un mayor volumen de de-

pósitos por peso de circulante se tendría un aumento en la capacidad de préstamo del sistema bancario. En segundo lugar, la razón de reservas o encajes depende de las políticas adoptadas por el banco central que debe considerar que existe un *trade-off* entre capacidad de préstamo y seguridad del sistema y de la decisión individual de los bancos.

2. MULTIPLICADORES MONETARIOS: COMPARACIONES INTERNACIONALES

En esta sección se mostrará el estado actual de monetización de la economía argentina; se podrá observar si la menor disponibilidad relativa de crédito destacada en el acápite precedente se debe a una baja demanda de base monetaria o a un multiplicador monetario reducido o a ambos factores. Además, se pondrán de manifiesto el valor de las variables que determinan el valor de los multiplicadores.

²⁰Esto es particularmente válido en el caso de una economía abierta con tipos de cambio fijo.

existe un claro patrón entre los países desarrollados y los latinoamericanos para la mencionada relación. Es decir que, si bien en los países desarrollados el crédito total de intermediarios financieros es superior, la diferencia no parece ser enteramente atribuible al *stock* de base monetaria. No obstante, Argentina posee una relación reducida, aunque debería considerarse el estado de bimonetariedad de la economía que no aparece reflejado en el Gráfico N° 7.

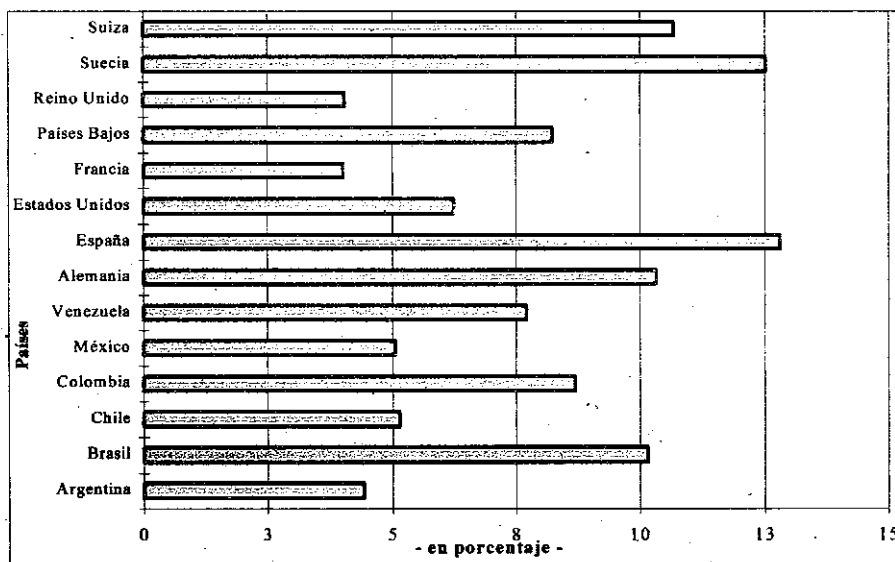
En segundo lugar, en el Gráfico N° 8, se exponen los multiplicadores monetarios, *k*, que fueran descritos en la sección precedente con la diferencia dada por la inclusión de los depósitos expresados en otras monedas distintas de las nacionales. Aquí sí existe una diferencia significativa entre los dos grupos de países estudiados: los latinoamericanos, excepto Chile, poseen multiplicadores monetarios relativamente inferiores a los de los desarrollados. Esto deja ver no sólo la menor monetización sino también la baja bancarización de los primeros; en éste último caso, la menor utilización del público de los servicios de los bancos, sobre todo en relación a los medios de pago, hace que la creación secundaria de dinero y entonces de crédito sea menor.

El paso siguiente es identificar cuáles son los factores que inciden en el valor de esos multiplicadores. Como vimos en la sección precedente importan

el coeficiente de circulante a depósitos y el coeficiente de las reservas a los depósitos que para los países más arriba considerados se exponen en los Gráficos N°s 9 y 10 respectivamente. El primero de estos dos coeficientes depende de la elección que realice el público entre billetes y monedas, por un lado, y depósitos bancarios, por otro; esto a su vez guarda relación con los beneficios y costos relativos de utilizar los servicios bancarios, tanto en materia de medios de pago como en los otros instrumentos que se ofrecen para atesorar riqueza.

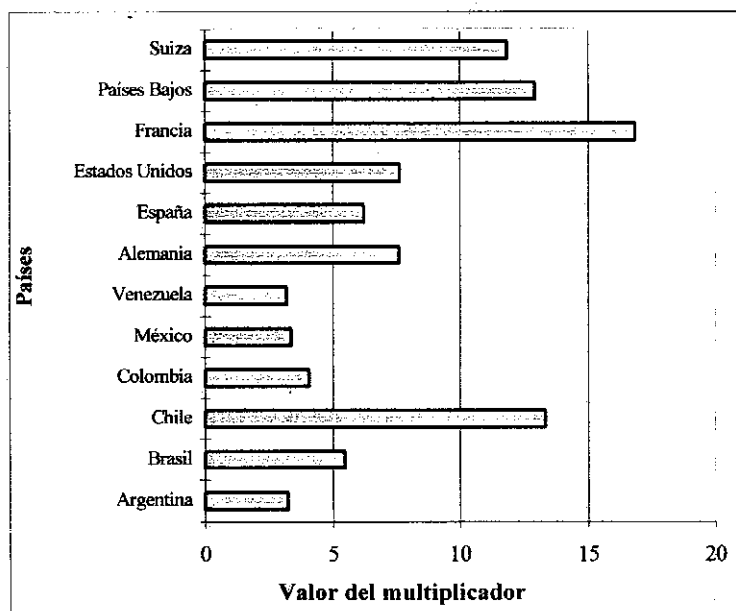
Son de especial importancia la confianza del público en el sistema bancario, por las pérdidas de capital que la inestabilidad de éste puede ocasionar, y el grado de informalidad de la economía. La confianza deriva de las expectativas que el público posea acerca de la probabilidad de que los bancos puedan convertir en billetes los depósitos previamente captados. Podrían existir dificultades que impidan tal conversión en los casos de crisis financieras o en presencia de una inestabilidad macroeconómica severa; de aquí la importancia de poseer un sistema financiero sano, en cuanto a condiciones de liquidez y solvencia, ya que se aseguraría, de este modo, que los fenómenos adversos a los ahorristas tendrían menor probabilidad de ocurrencia.

GRAFICO N° 7
COCIENTE BASE MONETARIA/PBI. AÑO 1995



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), Anuario 1995.

GRAFICO N° 8
MULTIPLICADORES MONETARIOS DE M2 ($K=M2/BM$)*. AÑO 1995



* En M2 se consideran los depósitos bimonetarios de todas la categorías.

Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), Anuario 1995.

Entre las experiencias adversas de los ahorristas argentinos que pueden afectar su confianza actual se destacan (FIEL, 1995, pág. 80): 1) a mediados de la década del 60 hubo una conversión forzosa de depósitos en dólares a depósitos en pesos al tipo de cambio oficial; 2) a mediados de la década del 70 un proceso inflacionario violento afectó considerablemente la rentabilidad real de los ahorristas; 3) durante la guerra de Malvinas hubo un período de indisponibilidad de los depósitos en moneda extranjera; 4) con el lanzamiento del Plan Austral se produjo un desagio que afectó la tasa de interés recibida por los depositantes, muchos de los cuales sintieron una expropiación de sus ahorros; 5) durante el primer semestre de 1989 el Banco Central limitó las extracciones de particulares de los depósitos constituidos previamente en los bancos; y 6) hacia fines de 1989 entre las medidas incluidas en el denominado "Plan Bonex" se convirtió en bonos del Gobierno con dos años de gracia y con maduración de 10 años los anteriores depósitos a plazo fijo efectuados por el público. A estos acontecimientos debería sumarse la remuneración negativa (prevista o no) que durante años el sistema financiero concedió a los ahorristas

originándoles pérdidas de capital importantes en algunos años.

Por otro lado, cuanto más informalizada se halle la economía, menor es el deseo de utilizar los medios de pago creados por los bancos para efectuar transacciones, porque se evita de este modo dejar registros de tales operaciones existiendo menores posibilidades de que las mismas sean descubiertas²¹. Esto cobra relevancia aquí puesto que la elevada participación de la actividad económica informal, es un fenómeno típico de las economías en desarrollo.

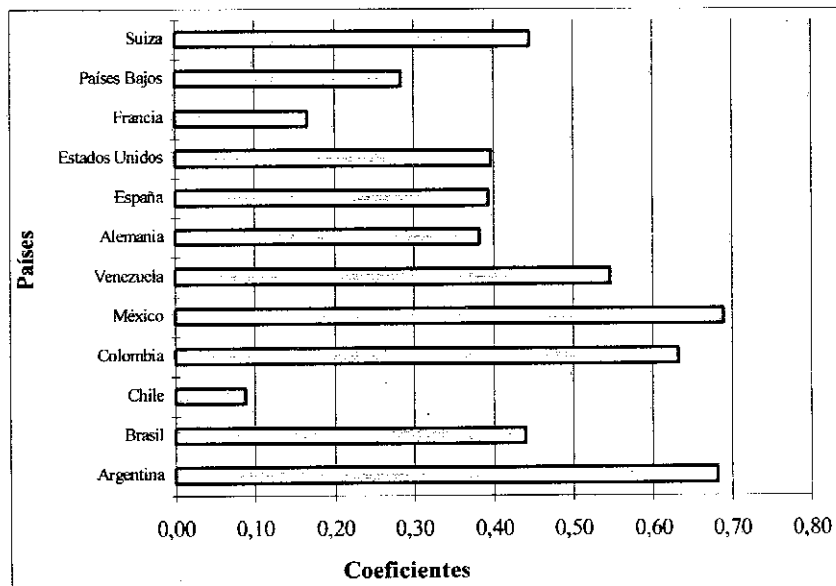
También afectan al mencionado coeficiente la eficiencia del sistema bancario en el manejo de los instrumentos de pago; en especial, una mayor agilidad en los sistemas de compensaciones de obligaciones que permitan transformar las mismas en dinero más rápidamente y, en general, servicios bancarios de bajos costos pecuniarios y no pecuniarios (por ejemplo "colas") aseguran un menor coeficiente. La

²¹ A modo de ejemplo puede pensarse en las diferencias que existirá entre el coeficiente de circulante a depósitos de una industria proveedora de insumos del gobierno contra el de otro poseído por ejemplo por una industria ilegal como el comercio de estupefacientes.

suma de los efectos de estos factores queda reflejada en forma diferencial para cada uno de los países en el Gráfico N° 9, donde se aprecia que México, Colom-

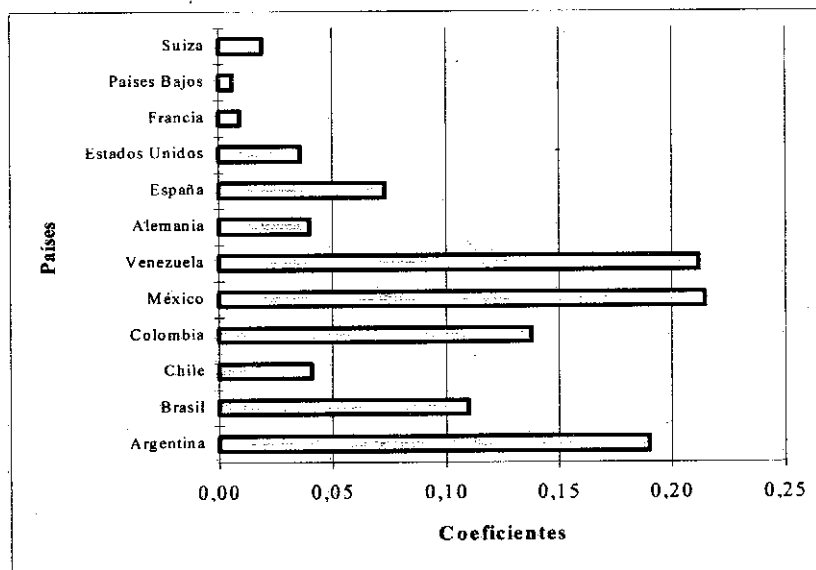
bia y Argentina poseen los mayores coeficientes y que los de los países desarrollados son significativamente inferiores.

GRAFICO N° 9
COEFICIENTE CIRCULANTE/DEPOSITOS. AÑO 1995



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), Anuario 1995.

GRAFICO N° 10
COEFICIENTE RESERVAS/DEPOSITOS. AÑO 1995



Fuente: Estadísticas Financieras Internacionales (FMI), Anuario 1995.

En cuanto al coeficiente de reservas a depósitos el Gráfico N° 10 permite ilustrar la diferencia existente entre los países desarrollados y los latinoamericanos debiendo considerarse que la estabilidad estructural de los sistemas financieros de los primeros les permite poseer encajes inferiores sin poner en peligro la liquidez sistémica, cosa que no ocurre con los países latinoamericanos. En Argentina, los niveles de encajes son elevados y no únicamente por las exigencias legales que impone el Banco Central; como muestra Arnaudo (1995), el cambio más significativo en materia de encajes durante el Plan de Convertibilidad había ocurrido en febrero de 1993 y fue seguido por un alza en los encajes excedentes que hasta el momento se habían movido en torno a un valor nulo.

Con esto, se completa la explicación de la escasez de crédito a través de los multiplicadores monetarios, que ponen en evidencia que, en el caso de Argentina, el grado de informalidad de la economía, la pesada historia de medidas financieras sorprendidas de características confiscatorias para los ahorristas y la eficiencia del sistema financiero han afectado el deseo de utilizar los servicios ofrecidos por los bancos y por ello han mantenido reducido el nivel de monetización. Los elevados encajes dan como resultado un multiplicador menor y son producto de economías estructuralmente más inestables.

3. OTROS DETERMINANTES NO ESPECIFICOS DEL CREDITO

1. AHORRO Y CREDITO

El efecto de la tasa de ahorro sobre el crecimiento ha recibido un inagotable tratamiento en la literatura económica a lo largo de los años; su importancia surge de la relación básica entre el ahorro y la posibilidad de producir mayor cantidad de bienes en el futuro, en la medida que la abstención de consumo de una parte de la comunidad se destine a la producción de bienes de capital; esos bienes de capital estarán en condiciones de producir, a su vez, más bienes de consumo y/o de capital en el futuro.

En el proceso de ahorro e inversión, toda vez que alguien ahorra parte de los ingresos generados por su dotación de factores y, en consecuencia, otro los recibe en carácter de préstamo, se están transfiriendo recursos desde usos socialmente menos productivos hacia usos relativamente más productivos. Las economías que más

han crecido recientemente han sido aquellas que en forma más intensiva y eficiente llevaron adelante este proceso; el Cuadro N° 6, tomado de World Bank (1989, Tabla 2.1, pág. 27) permite comprobar la relación ahorro y crecimiento.

La importancia del ahorro, para la determinación de las tasas de interés activas y de la disponibilidad de crédito, deriva del hecho que un mayor ahorro canalizado hacia activos domésticos significa mayor cantidad de fondos disponibles para terceros que pueden asumir el compromiso de compensar el sacrificio de consumo actual.

Sin embargo, no es posible afirmar que el resultado unívoco de una mayor tasa de ahorro sea una reducción de los tipos de interés ya que podría ocurrir que, bajo condiciones de racionamiento del crédito por parte de los bancos, la conducta óptima sea, al tipo de interés vigente en un momento dado, ampliar el conjunto de prestatarios que recibirán fondos de terceros, como muestra el Teorema 6 de Stiglitz y Weiss (1981), cuya justificación se destaca en el Capítulo 3. Aun así, se logrará ampliar la capacidad de préstamo y, posiblemente, el conjunto de prestatarios en condiciones de recibir financiamiento bancario. Sólo cuando el aumento del ahorro es de considerable magnitud en relación a la demanda de crédito insatisfecha puede pensarse que desaparecerá el racionamiento del crédito y comenzarán a operar las fuerzas de la oferta y la demanda como en los restantes mercados.

En el caso de las economías abiertas a los movimientos de capitales, esta apertura hace posible que la inversión doméstica supere el ahorro doméstico. El ahorro externo, medido por la inversa del saldo de cuenta corriente e igual al cambio en la tenencia de activos domésticos por parte del resto del mundo, permite que existan tales diferencias, como se ilustra en el Gráfico N° 11²². S_d representa la oferta de ahorro doméstico y con pendiente positiva²³. I es la función de inversión cuya pendiente da cuenta de la mayor cantidad de proyectos que pueden resultar rentables a medida que disminuyen las tasas de interés.

²² La cuenta corriente, medida a través de las cuentas nacionales, es leída del balance de pagos, ya que es necesario no considerar las transferencias internacionales que afectan el mencionado balance.

²³ Es posible presentar este mismo esquema con el ahorro doméstico insensible al tipo de interés.

El Gráfico N° 11 permite ilustrar, por ejemplo, el caso donde a la tasa de interés r_0 , la inversión I_0 supera al ahorro doméstico S_{d0} ; la diferencia entre ambos conceptos representa el déficit de cuenta corriente o el ahorro externo.

Aunque la inversión doméstica puede ser financiada tanto por ahorro doméstico como por ahorro

externo, en todos los países es el ahorro interno el que provee la mayor proporción de los recursos para inversión. Esto justifica por qué el componente interno recibe mayor atención. Al respecto, el Cuadro N° 7 muestra el cociente entre ahorro doméstico y la inversión bruta interna para diferentes países desarrollados y en desarrollo.

CUADRO N° 6

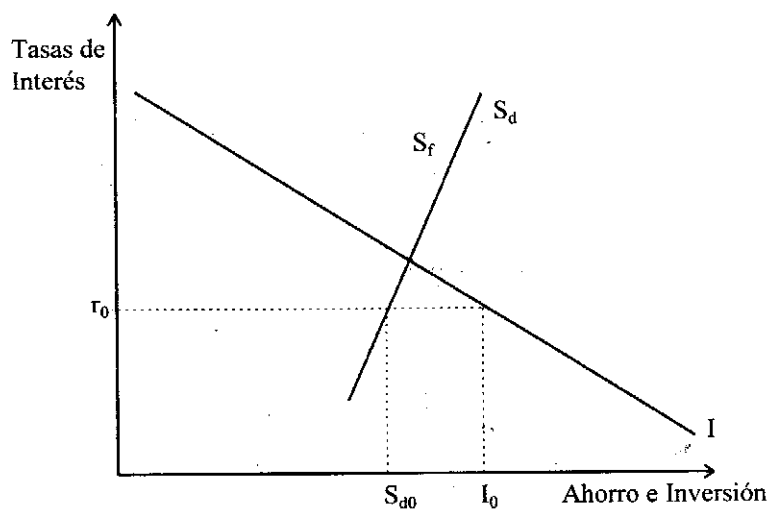
AHORRO, INVERSION Y CRECIMIENTO. COMPARACION DE GRUPOS DE PAISES

GRUPO DE PAISES SEGUN CRECIMIENTO DEL PBI	AHORRO BRUTO NACIONAL EN RELACION AL PBI	INVERSION BRUTA EN RELACION AL PBI
Países de crecimiento elevado (más del 7%) 7 países	28,0	28,6
Excluido China	23,2	26,7
Crecimiento Medio (entre 3 y 7%) 51 países	18,5	22,6
Bajo Crecimiento (menos de 3%) 22 países	19,0	19,0

Fuente: World Economic Report, World Bank (1989); Tabla 2.1, página 27.

GRAFICO N° 11

AHORRO DOMESTICO Y EXTERNO, DEFICIT EN CUENTA CORRIENTE Y TASAS DE INTERES



CUADRO N° 7
COCIENTE AHORRO DOMESTICO/INVERSION BRUTA INTERNA

Comparación entre países, Años 1980 y 1994

PAISES	INVERSION BRUTA INTERNA (% DEL PBI)		AHORRO BRUTO INTERNO (% DEL PBI)		AHORRO BRUTO INTERNO/ INVERSION BRUTA INTERNA	
	1980	1994	1980	1994	1980	1994
Bolivia	15	15	19	8	126,7	53,3
Colombia	19	20	20	15	105,3	75,0
Brasil	23	21	21	22	91,3	104,8
Chile	25	27	20	28	80,0	103,7
México	27	23	25	18	92,6	78,3
Argentina	25	20	24	18	96,0	90,0
España	23	20	21	19	91,3	95,0
Italia	27	17	24	20	88,9	117,6
Canadá	24	18	25	18	104,2	100,0
Francia	24	18	23	20	95,8	111,1
Suecia	21	13	19	17	90,5	130,8
Alemania	s/d	22	s/d	22	s/d	100,0
EE.UU.	20	16	19	15	95,0	93,8
Suiza	27	22	24	27	88,9	122,7

Fuente: Banco Mundial (1995).

No obstante, en el esquema anterior, no se ha considerado explícitamente al sector público o bien podría suceder que éste se halle en equilibrio; sin embargo, si ese no es el caso, como se verá más abajo, es posible que tanto el ahorro doméstico como el externo no se canalicen hacia mayores niveles de inversión privada sino a financiar el exceso de gasto público por sobre los recursos captados bajo la forma de impuestos. El mecanismo menos traumático procede vía endeudamiento voluntario del sector público; una alternativa diferente es la transferencia de recursos vía el impuesto inflacionario.

En un reciente trabajo del Fondo Monetario Internacional sobre la tasa de ahorro en la India, Martin Muhleisen (1997) comenta que los resultados empíricos indican que, generalmente, elevadas tasas de crecimiento suelen preceder a elevadas tasas de ahorro y que es escasa la contribución que pueden realizar otras herramientas de política. El trabajo sugiere generar las condiciones para elevar la productividad como requisito necesario para obtener mayores tasas de crecimiento y de ahorro. Además, considera de especial importancia

para el ahorro y el crecimiento, el desarrollo de los segmentos de los mercados financieros de largo plazo para las familias, a través de los fondos de pensión, compañías de seguro de vida y fondos comunes de inversión. Esta última idea es consistente con el hecho de que una mayor profundización financiera trae aparejada mayores tasas de ahorro.

Diversos estudios de corte transversal entre países, que aparecen discutidos en el trabajo de Muhleisen (1997), sugieren que las políticas tradicionales para elevar las tasas de ahorro que utilizan beneficios impositivos o introducen instrumentos de alto rendimiento, no producen efectos considerables sobre la tasa de ahorro. Mejores resultados se obtienen de la aplicación de políticas indirectas; la principal gira en torno a generar el ciclo virtuoso entre crecimiento y ahorro a partir del efecto que produciría la solvencia fiscal y las reformas estructurales incluyendo la liberalización de los mercados financieros; esto en virtud de que el impacto del ahorro público sobre el ahorro doméstico privado es destacable. En este sentido la experiencia argentina puede dar cuenta de ello.

2. EL DESPLAZAMIENTO DEL SECTOR PRIVADO POR PARTE DEL SECTOR PÚBLICO

Las intervenciones que el Estado realiza en los mercados pueden agruparse en cuatro categorías que también son relevantes para los mercados financieros; las mismas afectan los resultados a que, en ausencia de ese Estado, arribarían los mercados por sí mismos. En primer lugar, el Estado interviene cuando dicta regulaciones que el funcionamiento de esos mercados debe cumplir; tal el caso de la exigencia impuesta en el mercado de autos de alquiler de pintar los vehículos de un color determinado. El BCRA es, en Argentina, quien dicta este tipo de regulaciones en los mercados de servicios bancarios y la fijación de reservas o encajes o la exigencia de contar con un seguro de depósitos pertenecen a esta categoría. En segundo lugar, el Estado interviene cuando fija impuestos como los que gravan los ingresos generados por las operaciones financieras o los que gravan los beneficios obtenidos por los bancos.

En tercer lugar, el Estado interviene en los mercados cuando intenta fijar precios distintos de los de equilibrio o reemplazar al mercado señalando las cantidades que deberían asignarse a los diferentes demandantes²⁴; las políticas de estabilización, denominadas de ingreso, son un ejemplo típico de este tipo de intervención. En los mercados de préstamos bancarios la tentación por fijar los precios de los préstamos es enorme y ha seducido a *policymakers* de todas las latitudes; y no menos tentadora resulta la idea de asignar el crédito a sectores considerados prioritarios. La regulación en Estados Unidos es un buen ejemplo del primer tipo; nuestra experiencia lo es para el segundo.

La cuarta categoría de intervención que el Estado realiza en los mercados se produce cuando éste demanda bienes y servicios que también son de utilidad para el sector privado. La cantidad final de servicios de economistas transados en la economía y el precio de equilibrio de los mismos serían indudablemente distintos si el Estado se abstuviera de demandar tales servicios. Esta sección está dedicada precisamente a

este último tipo de intervención del Gobierno en los mercados de financiaciones bancarias.

La necesidad de financiamiento del Gobierno traducida en demanda de préstamos bancarios afecta al sector privado ya que el primero desplaza al segundo en el mercado. Lo hace porque la capacidad de préstamo es finita e independiente de si las tasas de interés sirven o no para racionar la disponibilidad de crédito, todo peso que se canaliza al sector público es negación de otro peso al sector privado. Sin embargo, en términos sociales, es preferible que se destine ese peso al demandante que posea el proyecto de mayor retorno marginal social; en ausencia de distorsiones de toda naturaleza, sería el sector que mayor tasa estaría dispuesto a pagar; los problemas de información hacen que este último no sea el mecanismo adecuado, como se muestra en el Capítulo 3.

El Gráfico N° 12 ilustra las participaciones del crédito al sector público y al sector privado en el total de crédito concedido por los bancos en las últimas décadas. Una de las series computa únicamente los préstamos, mientras que la otra incluye a la tenencia de valores por parte de los bancos pues constituyen otra forma de financiamiento.

De la evolución de la participación del crédito al sector público es importante notar la coincidencia existente entre los períodos de elevada participación con el fenómeno inflacionario. El crecimiento mostrado en la década del 40 es coincidente con la aparición de tasas de inflación elevadas en Argentina; la relación se repite hacia fines de la década de los 80 y principios de los 90, mostrando la necesidad de financiamiento que el sector público requiere en dichos períodos y que se manifiesta mediante endeudamiento y emisión monetaria.

Otra importante conclusión que puede obtenerse de la experiencia reciente es la magnitud actual del desplazamiento del sector público al sector privado en los mercados de crédito. Por ejemplo, suponiendo que una disminución del financiamiento al sector público no afecta a la tasa de interés del mercado, se puede ver que una reducción a la mitad del financiamiento al sector oficial permitiría incrementar el crédito al sector privado en 18%; en términos absolutos esto significa incrementar la oferta de crédito al sector privado en poco más de 9.400 millones de pesos.

Finalmente, cabe notar que una sustitución de deuda de este tipo no siempre haría posible aumentar la eficiencia de la economía, sobre todo si los proyec-

²⁴ La corrección de las típicas fallas de mercado deberían incluirse en esta categoría en la medida que su objetivo es corregir el resultado del mercado. Por supuesto en el texto no se apunta a esta categoría.

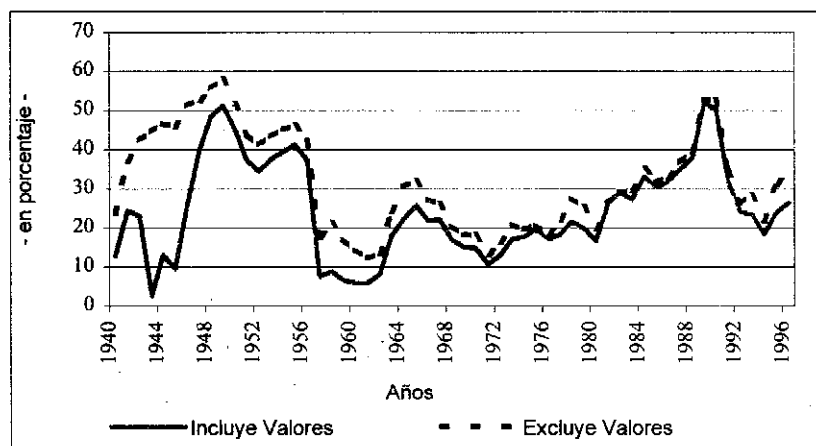
tos que el Estado actualmente está financiando con crédito del sistema financiero, en el margen, poseen mayor retorno social que los que el sector privado está resignando por falta de fondos. Cuando el Gobierno utiliza fondos prestados para solventar gastos corrientes, puede ser que ese no sea el caso, es deseable que reduzca su déficit y permita aumentar la oferta de crédito al sector privado. Por otra parte,

cuando el sector público tiene acceso a los mercados de capitales y sobre todo, a los internacionales, es deseable que dirija a ellos su demanda de fondos; muchas de las empresas que se ven desplazadas por el sector oficial no poseen la información, ni la capacidad, ni una necesidad de financiamiento para posibilitar su acceso a los mercados mencionados.

GRAFICO N° 12

PARTICIPACION DEL CREDITO AL SECTOR PUBLICO EN EL TOTAL DE PRESTAMOS

Estadísticas con y sin valores. 1940-1996



Fuente: Boletín Estadístico, BCRA; varios números.

3. EFICIENCIA DEL SISTEMA BANCARIO

Existen diferentes criterios para evaluar la eficiencia del sistema financiero, según en qué funciones de éste recaiga el análisis. Tobin (1984) indica que, existen al menos cuatro conceptos de eficiencia del sistema financiero que deben ser observados: *information arbitrage*, valuación de fundamentales, existencias de seguros completos y eficiencia funcional. La primera indica que en un sistema financiero eficiente, dada la información que el mismo debería contener, no podrían haber oportunidades para obtener beneficios mediante arbitrajes entre diferentes activos. La segunda, valuación de fundamentales, hace hincapié en la capacidad del sistema financiero para valuar activos de acuerdo al valor presente des-

contado de la corriente futura de beneficios. La tercera, la posibilidad de obtener seguros completos, se refiere a la cobertura contra contingencias futuras que el sistema financiero provee a la economía.

Es, sin embargo, la cuarta la que mayor atención requiere en el presente trabajo, por el impacto que posee sobre las tasas de interés. La eficiencia funcional tiene en cuenta la dos principales funciones económicas que realiza el sistema financiero y el bancario en particular, a saber: administrar los mecanismos de pagos y realizar la intermediación de poder de compra entre unidades de gasto superavitarias y unidades deficitarias.

Para evaluar la eficiencia funcional pueden considerarse varios aspectos como la justeza y calidad de las evaluaciones que realizan los bancos a los prestatarios, quizá medida por el nivel de préstamos en mora, los recursos utilizados (costos) para llevar a

cabo operaciones específicas y la calidad y velocidad con que se proveen los servicios, entre otros. Son éstas medidas aproximadas, que no siempre es posible cuantificar mediante *ratios*, ya que a ellos debe sumarse otro tipo de conocimiento acerca de cómo opera el sistema financiero y acerca de las prácticas y condiciones locales de la economía.

En el caso de la administración de los medios de pago y la creación secundaria de dinero, que permite ampliar el nivel M2 para un *Stock* dado de base monetaria y que constituye una de las funciones de los bancos, debe observarse que se trata de funciones que se realizan utilizando recursos escasos; es decir, la sociedad en su conjunto incurre en costos para llevarlas a cabo. Precisamente, la eficiencia debe medirse en términos de costos y beneficios, por lo que es necesario comparar los costos de administrar los medios de pago con el beneficio que su existencia genera para la sociedad.

Para los individuos en particular, la inclinación a utilizar los medios de pago ofrecidos por los bancos en vez de los billetes emitidos por el Banco Central depende también de su relación entre costos y beneficios. Importan en la contrastación de unos con otros, la velocidad con que se compensan las cuentas luego de haber girado una orden de pago, las dificultades para conocer en cada instante el saldo de las cuentas, las comisiones que deben abonarse para realizar pagos mediante cheques, las dificultades para obtener formularios donde emitir órdenes de pago, la posibilidad de que personas sobre las que rige alguna inhibición o carecen de fondos, dispongan de la utilización de medios de pago generados por los bancos, etc.

Otros dos determinantes de la eficiencia funcional del sistema financiero, que no pueden dejar de considerarse, son la estructura de mercado y las regulaciones que dan el marco de operación del sistema financiero. La primera, tiene en cuenta el grado de competencia, concentración y existencia de interrelaciones entre el sector financiero y el sector real tanto como el grado de especialización dentro del sistema financiero. La segunda incluye las regulaciones dictadas con fines monetarios como las dictadas para fines prudenciales.

De todas las medidas de eficiencia mencionadas, especial atención requieren en el sistema financiero argentino el grado de morosidad de la cartera de préstamos y los costos de utilizar los medios de pago ofrecidos por los bancos. El porcentaje de préstamos

en situación irregular superaba el 18% para el conjunto de intermediarios y era igual a 10,9% en el caso de los bancos privados nacionales en noviembre de 1996. Estos márgenes de incobrabilidad son largamente superiores a los estándares de países desarrollados (2 a 5%) y, como se verá en el Capítulo 4, son el componente más significativo para explicar la diferencia de tasas entre empresas PyMEs y *prime*. En cuanto a los costos de utilizar los medios de pago, resultan significativos los de poseer y operar una cuenta corriente o una caja de ahorros; los cheques pueden hacer demorar hasta cinco y más días la transferencia de un pago de una transacción determinada; en el caso de las cajas de ahorro ocurre que el costo de la misma supera a los intereses que pueden obtenerse por depósitos de montos inferiores a los que obtienen cobertura del seguro de depósitos.

Por otra parte, se ha considerado como un indicador del grado de eficiencia del sistema financiero al rol que desempeñan los bancos extranjeros. Existe evidencia de que la exclusión de los mismos reduce la competencia haciendo que los bancos domésticos tengan más beneficios y sean menos eficientes; en los países donde ello ocurre, los márgenes de ganancias brutos son mayores, los beneficios antes de impuestos en relación a los activos y los costos operativos también lo son.

Si una economía permite el ingreso de bancos extranjeros es de esperar que las prácticas introducidas por éstos sean las mejores disponibles en otras economías, pues se trata de firmas maximizadoras de beneficios. Si tenemos en cuenta el número de bancos extranjeros que actúan en el sistema bancario argentino (28), se podría concluir que buena parte de las ineficiencias destacadas en materia de morosidad y costos de servicios están más allá del alcance de las decisiones particulares de los bancos; la monetización de la economía es el mejor y más significativo ejemplo. Por otra parte, la serie de fusiones y adquisiciones que se están produciendo actualmente parecen indicar que existen operadores extranjeros que conocerían cómo hacer funcionar mejor los bancos argentinos; esto explicaría por qué los niveles de morosidad de los bancos extranjeros es inferior a los restantes²⁵.

Cabe notar que una mejora de la eficiencia del sistema financiero tiene necesariamente que traducirse en menores costos del crédito. Esto debido a que, como en cualquier industria, si puede asegurarse la

²⁵El segmento de clientes de los bancos extranjeros también contribuye al menor nivel de morosidad.

presencia de competencia entre los oferentes, será posible que los demandantes reciban precios menores por los bienes o servicios contratados si la producción de los mismos se vuelve más eficiente. Concretamente, en el caso de los bancos, si las mejoras de eficiencia reducen los costos no financieros de operación, para un costo financiero dado (intereses por depósitos y otras obligaciones) podrían fijarse menores tasas activas por los préstamos.

Finalmente, uno de los aspectos que concentran la atención del público en general es el nivel de ganancias de los bancos, pues existe la sospecha de que éstas serían extraordinarias. Sin embargo, los cuadros de resultados de los bancos no permiten comprobar tal sospecha. Al respecto pueden utilizarse al menos dos fuentes de información para comprobarlo. La primera es observar las ganancias de los bancos que cotizan en bolsa y compararlas con las demás empresas cotizantes; a partir del *price earning ratio* de los bancos y la relación precio/valor libros de éstos puede notarse que las utilidades respecto al patrimonio no se apartan de las obtenidas por las demás empresas. La segunda fuente de información son los cuadros de resultados mismos de los bancos; al respecto, por ejemplo las Memorias Anuales de ADEBA, dan cuenta que los bancos privados considerados conjuntamente obtuvieron ganancias negativas por -3% durante 1994 y de 1% en 1995; en 1996 habrían aumentado nuevamente siendo de aproximadamente 3,1% para el sistema en su conjunto durante los primeros seis meses.

4. EL IMPACTO DE LAS REGULACIONES BANCARIAS

La industria bancaria es una de las más reguladas dentro del total de industrias y esto sucede en casi todas las economías, desde las que se reconoce como máximas alentadoras de la actividad privada, hasta otras donde el Estado posee mayor peso en la actividad económica²⁶. Inclusive, existen acuerdos entre las principales naciones desarrolladas sobre el tipo de regulación que debe imponerse a los bancos; el acuerdo de Basilea no es otra cosa que una coinci-

dencia de regulaciones que en los países miembros de ese comité se aplicarán; otras economías, como la argentina, sin pertenecer a dicho comité, adoptan sus medidas para los sistemas financieros propios, con el objetivo de acercar su funcionamiento al de las economías desarrolladas.

Las regulaciones bancarias persiguen en general dos objetivos: la protección de los depositantes y un mayor control monetario; en los países en desarrollo suele aparecer una tercer categoría de regulación referida a la dirección del crédito (Fry, 1995 pág. 354). En el contexto del presente estudio, la principal regulación que afecta la disponibilidad de crédito se refiere a los encajes fijados por el Banco Central.

Sin embargo, en presencia de los actuales encajes remunerados, el efecto que introducen sobre las tasas activas no es significativo, sobre todo cuando el rendimiento de los encajes es similar al costo promedio del pasivo. Este último, de acuerdo a la última Memoria Anual de ADEBA ha sido igual a 4,9% en 1994, se elevó a 7,3% durante 1995, debido a la crisis financiera, y oscilaba ligeramente por encima del 5% durante los primeros meses de 1996; por su parte, el rendimiento de, por ejemplo, las Letras del Tesoro, un título admisible como encaje, fue del 6% si se considera la tasa promedio de la licitación de estos títulos de mayo de 1996.

Existen otras regulaciones que están fuera de la órbita de la autoridad monetaria pero que afectan a los bancos y a los servicios que ellos prestan: los impuestos. La intermediación financiera está sujeta a dos categorías de imposiciones: en primer lugar, existen impuestos aplicables sólo a la industria financiera, como el aporte al Instituto de Servicios Sociales Bancarios, o también aplicables a otras industrias, como el impuesto a los ingresos brutos y los impuestos a las ganancias. Mario Vicens y Carlos Rivas (1994) estiman en 1% el aumento en el costo del crédito que introduce los impuestos a los Ingresos Brutos y los aportes al Instituto de Servicios Sociales Bancarios. Los impuestos a las ganancias y las cargas sociales implicarían otro 1% adicional.

4. CONCLUSIONES

El financiamiento concedido por el sistema bancario argentino asciende a 59 mil millones de pesos sin considerar la tenencia de valores de los bancos y a 71,4 mil millones de pesos, si se consideran éstos.

²⁶Resultan ilustrativos para exponer la extensión de la regulación estatal sobre la actividad bancaria hechos como las directivas del BCRA ordenando el grosor de las paredes de los castilletes de seguridad y la obligación de proveer cambio a los clientes.

De ese total, el 39% es prestado por los bancos privados nacionales; los bancos públicos provinciales aportan 19% y otro 19% es aportado por los bancos públicos nacionales. Las financiaciones de los bancos cooperativos ha descendido considerablemente en los últimos años habiendo, probablemente, afectado al sector de empresas PyMEs; actualmente, su participación es del 3% del total.

La mayor parte del crédito otorgado por el sistema financiero argentino es de corto plazo. Los recursos prestables obtenidos por los bancos provienen mayoritariamente de depósitos, en especial de los efectuados a plazo fijo, que componen el 35,6% del pasivo total del sistema.

La disponibilidad actual de crédito es elevada comparada con la histórica y sólo es superada por la existente en cortos períodos de inestabilidad macroeconómica y/o institucional. No obstante, comparando Argentina con otros países, tanto en desarrollo como desarrollados, es posible concluir que la capacidad crediticia puede ser ampliada: en Argentina, los intermediarios financieros ofrecen préstamos por aproximadamente 22% del producto; en los países latinoamericanos considerados este porcentaje es del 44% y en los países desarrollados de la muestra es igual al 105%.

Los determinantes de los multiplicadores monetarios dejan ver que la reducida disponibilidad relativa de crédito del sistema financiero argentino no se debe tanto a un bajo nivel de base monetaria sino más bien al reducido valor del multiplicador del crédito. Esto evidencia un bajo nivel de monetización de la economía y de bancarización de la población, por un lado, y un coeficiente de reservas elevado; la inestabilidad macroeconómica pasada y las medidas de carácter confiscatorio para los ahorristas explican buena parte de estos dos determinantes.

Entre los otros determinantes no específicos de la escasez de crédito, en presencia de racionamiento, la tasa de ahorro de la economía afecta sobre todo al volumen de financiamiento y no a las tasas de inte-

rés. Las medidas para alentar el ahorro que han sido más efectivas según la evidencia internacional son las indirectas, que proceden a través de las reformas estructurales, incluidas la liberalización de los segmentos de los mercados de capitales de largo plazo y la estabilidad macroeconómica.

Si es significativo para Argentina el desplazamiento del sector público al sector privado en los mercados de crédito, pudiendo afirmarse que si la demanda de crédito del sector público se redujese a la mitad, el sector privado de la economía podría acceder a un mayor volumen de préstamos por 9.400 millones de pesos (17,9% del *stock* actual). Se considera deseable que el sector público demande crédito a través de los mercados de capitales y no del sistema bancario, pues las firmas privadas desplazadas no pueden acceder a tales mercados.

La eficiencia del sistema bancario afecta la disponibilidad de crédito a través de la mayor utilización de los servicios bancarios por parte del público y vía la mejor asignación del financiamiento. En este sentido, podría afirmarse que la presencia de bancos extranjeros contribuye a desterrar prácticas ineficientes en la operación de los bancos y que esto se refuerza en el caso de la ola de adquisiciones recientes de bancos por parte de operadores extranjeros. Las utilidades recientes de los bancos considerados conjuntamente no parecen indicar que éstos estén obteniendo beneficios elevados. Es menor la eficiencia desde el punto de vista de la evaluación crediticia a juzgar por el porcentaje de préstamos morosos.

Existen dos clases de regulaciones a que están sujetos los bancos, las que impone el Banco Central y los impuestos que gravan la actividad. Entre los primeros la regulación de mayor incidencia sobre el costo del crédito son los encajes, que no resulta significativa en Argentina en presencia de los actuales encajes remunerados. Los impuestos tendrían una incidencia de aproximadamente dos puntos porcentuales sobre las tasas activas.

Capítulo 3

Sobre la determinación del tipo de interés

En este capítulo se presentan dos enfoques para encarar el estudio de los determinantes de las tasas de interés. El primero, se concentra sobre la tasa de interés activa promedio vigente en un sistema bancario. El segundo enfoque explicita los factores que determinan las tasas de interés desde la óptica microeconómica de los banqueros; éstos, actuando en un mercado de préstamos con productos heterogéneos, no son tomadores de precios en sentido estricto sino que poseen un margen dentro del cuál pueden fijar las tasas de interés activas.

Ambos enfoques están estrechamente vinculados pues el segundo es una forma de individualizar para un banco particular aquello que es válido para el sistema y que se expone en el primero. No obstante, se considerará aquí con mayor atención el enfoque de la banca individual para destacar los determinantes de las decisiones individuales de los banqueros; las conclusiones aquí obtenidas constituyen el punto de partida para el desarrollo del Capítulo 4 donde se exponen las consecuencias que acarrearán los problemas de asimetrías informativas y los préstamos de baja cobrabilidad, los denominados determinantes específicos que generan el tratamiento diferencial de las PyMEs en los mercados de crédito bancario.

La organización del capítulo es la siguiente. El primer acápite, está dedicado a la determinación de la tasa de interés activa promedio de los bancos; en el acápite 2 se desarrolla el proceso de fijación de las tasas de interés por parte de un banco individual; en 2.1 se analiza el comportamiento maximizador de beneficios; en 2.2 se estudia el efecto de los riesgos de *default* y los costos administrativos de las actividades financieras; y en 2.3 se presentan los problemas de selección adversa y riesgo moral a que dan lugar la presencia de asimetrías informativas en los mercados de crédito. En un apéndice al final del capítulo se explica con mayor detenimiento el problema de selección adversa. El acápite 3 contiene las conclusiones del capítulo.

1. LA DETERMINACION DE LA TASA DE INTERES PROMEDIO DEL SISTEMA BANCARIO

En este acápite se explicitan los elementos bajo los cuales el sistema bancario determina la tasa de

interés promedio que aplica a las operaciones de préstamos. La tasa activa promedio se calcula como una media ponderada de las tasas que se aplican a las diferentes categorías de operaciones, utilizándose como ponderadores a la participación de cada categoría en el total de financiaciones.

La tasa activa debe ser superior al costo medio efectivo que implica hacerse de los fondos que se prestarán a terceros y de aquí surge claramente que cuando suben las tasas de interés pasivas, deben subir las activas. Por otra parte, la existencia de exigencias de reservas obligatorias o encajes hace que el total de fondos captados por depósitos u otras obligaciones sea distinto al total que puede disponerse en las operaciones de préstamo. Cuanto mayor sea esa diferencia, permaneciendo otros determinantes inalterados, ello dará lugar a que mayor sea el diferencial de tasas de interés que existirá en el sistema bancario. La existencia de encajes remunerados, tal como los que actualmente están vigentes en Argentina, hacen que el mencionado diferencial sea menor²⁷.

Dada una tasa pasiva media y un coeficiente de reservas o encajes, la tasa activa de los préstamos será mayor cuanto mayor sea la remuneración que el banco obtiene por los títulos públicos, ya que para mantener inalterada la porción del activo asignado a cada categoría, un aumento del rendimiento de los títulos públicos, originará un necesario aumento de la tasa de los préstamos para compensar al sistema y evitar que toda la cartera se desee volcar a títulos públicos.

La relación entre las tasas activas de los préstamos y la remuneración de los títulos públicos permite introducir otras explicaciones adicionales sobre ciertas características de las tasas aplicables a los préstamos. La primera se refiere a la variabilidad de las tasas de los préstamos: si el rendimiento alternativo de los fondos asignados a los préstamos cambia, también deberá cambiar la tasa aplicable a los préstamos. La segunda se refiere al hecho de que cuanto mayor sea el diferencial de recursos que deban destinarse a la constitución y administración de una carte-

²⁷ Debería tender a cero para el caso en que la remuneración de los encajes sea igual a la de otros activos libres de riesgo. Los costos no financieros impiden la igualdad.

ra de préstamos respecto a la cartera de títulos públicos mayor será el diferencial de tasas entre ambos, como se notará en detalle en el acápite siguiente. Finalmente, la competencia del sistema financiero en los diferentes segmentos de mercado afecta la remuneración de los títulos públicos y las tasas de interés activas; un elevado grado de competencia en cualquiera de estos segmentos asegurará que la operatoria respectiva origine beneficios económicos nulos. Por eso, a igualdad de otras variables, en la medida que el segmento de préstamos, por la naturaleza del activo transado, sea menos competitivo que el de títulos, se podría esperar que el diferencial de rendimientos sea también mayor al que regiría en un contexto ideal.

Otro elemento de importancia a considerar para la determinación de la tasa de interés de los préstamos es el riesgo de crédito; puede ilustrarse la importancia de este determinante mediante la comparación de dos sistemas financieros o un mismo sistema en dos momentos distintos. Aquel sistema que muestre mayores saldos de pérdidas por préstamos no cobrados necesariamente deberá registrar tasas activas mayores, ya que de no ser ese el caso, la rentabilidad de los bancos debería registrar sucesivas pérdidas.

Teniendo en cuenta los elementos analizados en este acápite como punto de partida, se pueden estudiar los elementos que considera un banco individual para determinar la tasa aplicable a una operación de préstamo individual.

2. FIJACION DE INTERESES ACTIVOS POR PARTE DE LOS BANCOS

1. COMPORTAMIENTO MAXIMIZADOR DE BENEFICIOS DE LOS BANCOS

Las firmas bancarias son empresas comerciales multiproducto que proveen principalmente servicios financieros y poseen un objetivo final que es maximizar los beneficios de sus propietarios o, en términos de *stocks*, su riqueza. Sin embargo, no es la búsqueda de beneficios máximos la característica distintiva de este tipo de firmas, pues las empresas de otras industrias comparten idéntico objetivo final.

Los atributos particulares de los bancos, y del sistema bancario en general, subyacen en el hecho de ser la industria que opera el sistema de pagos, de

cuyo buen funcionamiento son dependientes todas las restantes industrias de la economía y en el hecho de que se trata de una industria que *-per se-* es inestable. Estas características particulares son las que han justificado la intervención del Estado en la industria, dictando normas que restringen largamente la operación de las firmas bancarias. Sin embargo, menos justificables resultan las intervenciones relacionadas a la capacidad de generar beneficios para sus propietarios cuando la competencia entre entidades está garantizada.

El análisis del proceso de fijación de las tasas de interés por parte de los bancos no puede partir entonces de otro supuesto distinto al de asumir que se trata de firmas maximizadoras de beneficios. Como otras firmas, poseen ingresos por la venta de servicios y deben hacer frente a los costos que originan su operación y la compra de insumos, pagan impuestos y el resultado residual que obtienen pertenece a sus propietarios que pueden decidir si reinvertirlo en el negocio o destinarlo a otros fines particulares.

Los mayores ingresos de las firmas bancarias provienen de la concesión de financiamiento o préstamos a sus clientes con fondos captados de terceros. Otros ingresos no financieros son generados por diversos servicios que prestan, aunque son éstos de menor importancia. En Argentina, por ejemplo, los bancos privados obtienen resultados por intereses y por servicios en aproximadamente 6 y 3% de los activos, respectivamente.

Los costos que deben asumir los bancos son, en primer lugar, los financieros, que incluyen tanto los originados en la adquisición de fondos que prestarán más tarde, como los que ocasionan la falta de pago de los servicios por parte de sus clientes. La segunda categoría de costos, los no financieros, incluyen los resultantes de la operación de las firmas; se originan por los recursos que deben destinarse a la administración de los medios de pago, al diseño de contratos, a asegurar su cumplimiento y al atesoramiento de recursos concedidos en depósito por sus clientes, entre otros. Están compuestos por los gastos de personal (los de mayor incidencia), la compra de insumos, como electricidad y papelería, y la amortización del capital fijo, entre los más importantes.

Además, como se destacó en el Capítulo 2, los bancos están sujetos a la intervención directa del gobierno. Por ello deben cumplir con las regulaciones que le impone el Banco Central, de las cuales los requisitos de liquidez o encajes y los capitales míni-

mos son las más importantes, pero no agotan el inmenso conjunto de normativas a que están sujetos. Además, como las demás empresas, deben hacer frente a las cargas impositivas; los impuestos a las ganancias, a los ingresos y los aportes al Instituto de Servicios Sociales Bancarios.

La primera apreciación que debe hacerse respecto a la fijación del precio de los préstamos por parte de los bancos es que, siendo firmas maximizadoras de beneficios, igualarán los costos marginales de operación a los ingresos marginales. Suponiendo que la actividad que realizan es tomar una única categoría de depósitos y conceder una única categoría de préstamos, en el margen, debería suceder que, el costo de captar el último peso debería ser igual al ingreso esperado que provee prestar un peso adicional. El costo del último peso captado depende de la tasa de interés pasiva, de los gastos administrativos, de personal, del uso de las computadoras, del consumo de electricidad y de teléfonos, entre otros; el ingreso marginal depende de la tasa de interés activa, de la probabilidad de *default* de la financiación y también de la utilización de recursos que sea necesario hacer para conceder el peso de préstamo marginal.

Siguiendo una práctica similar a la descripta, el banco se asegura que no tendrá beneficios negativos; éstos, en el equilibrio de largo plazo, deberían ser nulos, o de otro modo el capital de los propietarios debería recibir un rendimiento "normal" que debería ser igual al que se obtiene en otras industrias luego de realizar el ajuste necesario para contemplar el diferencial de riesgo que implica operar un banco.

Si un banco particular hace uso de prácticas eficientes para captar depósitos y conceder préstamos, ese banco asegura su permanencia en la industria en el largo plazo. Por el contrario, si no utiliza la mejor tecnología o no evalúa correctamente las eventuales pérdidas de préstamos incobrables o, en términos generales no es eficiente, en el largo plazo, probablemente, el capital no alcance a recibir su remuneración normal y el banco desaparezca de la industria; puede ser adquirido por quienes desarrollen mejores prácticas o liquidados en el caso extremo. Esto ocurrirá debido a que el precio que debería cargar sobre los préstamos para asegurar la sobrevivencia es incompatible con el que cobrarían sus competidores.

Así, si el banco es eficiente, debería cobrar tasas por préstamos no desaliñadas respecto a las que, por financiaciones similares, cobran sus competidores.

Esa tasa, aplicada al conjunto de préstamos, permitiría cubrir todos los costos que se originan por operar el banco, incluido, como se dijo, el pago a los servicios del capital de los accionistas.

Ampliando el razonamiento, para incluir más de una categoría de préstamos y otros activos financieros como los títulos públicos, el análisis anterior debe incluir otra condición que se mantendrá en el equilibrio. Esta, está dada por el hecho de que, en el margen, los ingresos marginales esperados por cada activo deberían ser iguales entre sí y, a su vez, iguales a los costos marginales. Para calcular los ingresos marginales de cada activo deberán tenerse en cuenta las características particulares de cada uno de ellos, como los gastos que originan y sus riesgos relativos, además del rendimiento real prometido.

El comportamiento maximizador de beneficios del banco que sucintamente se ha descrito hasta aquí no contiene justificaciones para discriminar *a priori* entre potenciales prestatarios. Vale decir, a menos que alguno de ellos origine costos extras cuando se le concede un préstamo, no hay razones que justifiquen diferentes tasas de interés. Si todos los prestatarios son iguales entre sí, deberían pagar iguales tasas activas. Pero, ¿Son todos iguales?. En el capítulo siguiente se postula que las PyMEs poseen algunas características distintivas respecto a otros prestatarios. Sin entrar en esas descripciones aquí se mostrará a continuación cuáles son las diferencias que podrían originar eventuales tasas diferenciales entre tomadores de préstamos.

2. COMPENSACION POR RIESGO DE DEFAULT Y COSTOS ADMINISTRATIVOS DIFERENCIALES

Completando la descripción anterior respecto al comportamiento óptimo de los bancos introducimos, en primer lugar, el concepto de riesgo crediticio o riesgo de *default*, que contempla los casos en que los prestatarios encuentran dificultades para hacer frente a los pagos del capital y/o los intereses adeudados.

Un banco que toma fondos en mercados competitivos de depósitos u otras obligaciones deberá soportar costos de captación, que pueden agruparse en los financieros, por un lado, y en los no financieros, por otro. Los primeros se refieren a las tasas pasivas y los segundos a la utilización de insumos y servicios de factores productivos (computadoras, cajeros automá-

ticos, personal, edificios, etc.). Supongamos que ambos costos suman (en términos unitarios) i_p . De modo que $i_p = i_d + c_d$, es decir la tasa de interés pasiva bruta debe ser igual a la suma de la tasa pasiva neta que reciben los depositantes (i_d) más el costo no financiero por unidad de depósito (c_d), que puede incluir el costo que implícitamente acarrear los encajes.

Si el banco concede una financiación que carece de riesgos, donde certeramente cobrará lo pactado, supongamos la adquisición de un título público doméstico, la tasa mínima de rendimiento del título libre de riesgo (i_r) que el banco puede aceptar deberá ser tal que compense: a) los gastos administrativos que se originen por la operación en cuestión, que en términos unitarios definimos como c_{ir} ; y b) los costos financieros y no financieros de los depósitos descritos en el párrafo precedente. Esta es la tasa mínima libre de riesgo que el banco debe obtener de sus activos en el equilibrio de largo plazo, que puede indicarse como:

$$(1) \quad i_r = c_{ir} + i_d + c_d$$

Si en lugar de la tenencia de este título público, el banco concede un préstamo libre de riesgo, el banco debe obtener una tasa activa neta (i_a) que en el margen sea igual a i_r , si es que los costos unitarios del préstamo, c_p , son iguales a los costos que origina la adquisición del activo libre de riesgo, c_r . Si no alcanza a generar ese rendimiento el banco sólo mantendrá títulos públicos.

A efectos de centrar la atención sólo en los costos de *default*, se supondrá, por el momento, que efectivamente existe esa igualdad entre los costos no financieros de incorporar cualquier categoría de activo financiero, es decir que $c_p = c_r$. En ese caso, un préstamo libre de riesgo debería recibir una tasa igual a la que se cargan a los títulos públicos. Pero si existe una probabilidad positiva de que el prestatario en cuestión pueda no cumplir sus promesas de pago, la tasa que se debe cargar a esa categoría de tomadores de fondos debería computar el riesgo asociado con esos préstamos. Esta tasa i_a , debería ser ahora definida como:

$$(2) \quad i_a = [(1+i_r)/(1-d)]-1$$

donde, como se dijo, i_r es la tasa mínima necesaria par cubrir los egresos financieros y administrativos

que genera la actividad, es decir la tasa activa mínima libre de riesgo de equilibrio de largo plazo.

Para ilustrar la relación (2) supóngase que el banco ha captado recursos por un monto gual a \$1.000 a un costo total de \$0,05 por peso captado ($i_d=0,04$; $c_d=0,01$); la operación de captación implica asumir costos totales por \$50. Las operaciones activas deberán generar los ingresos necesarios para cubrir, por un lado, estos costos de captación de fondos y, por otro, los administrativos y financieros a que den lugar dichas operaciones. Si estos últimos son iguales al 2%, la tasa mínima libre de riesgo que debería proveer un activo en el equilibrio debería ser del 7%. En términos monetarios esa tasa aportará \$70 que se distribuirán entre depositantes (\$40) y pagos por insumos y servicios de factores por parte del banco (\$30); estos últimos se componen de gastos no monetarios por operaciones activas (\$20) y gastos no monetarios por operaciones pasivas (\$10).

Si se incorpora la posibilidad de dar créditos con riesgo de *default*, debe incorporarse además la probabilidad de que suceda el evento no deseado. Supongamos que para los prestatarios del banco dicha probabilidad es igual al 5%; es decir sólo el 95% de las financiaciones concedidas a ellos se recuperan mientras que de la porción restante se pierden los intereses y el capital prestado.

De haberse asignado 50% de la cartera de activos a títulos libres de riesgo y el 50% restante a préstamos con riesgo, según la relación expuesta en la ecuación (2), la tasa que deberán abonar los prestatarios riesgosos es igual a 12,63%. En ese caso los títulos libres de riesgo proveerán una remuneración de \$35 ($0,07 \times 500$), mientras que los préstamos con riesgo deberían aportar los \$35 restantes necesarios para cubrir los costos totales. Cargando sobre los últimos una tasa del 12,63% se logrará tal cometido: si todos pagasen sus deudas se obtendrían ingresos por \$63,15; pero el 5% que no paga ni intereses ni capital origina pérdidas por \$28,15 [$0,05 \times (500 \times (1 + 0,1263))$]; la diferencia entre ambos conceptos ($63,15 - 28,15$) provee los \$35 restantes.

En definitiva, se puede ver a través de este ejemplo que en la categoría de bajo riesgo (libre de éste) los prestatarios pagan el costo efectivo de los fondos, mientras que en la otra categoría de prestatarios, algunos, los que pagan, implícitamente subsidian a otros, los que no pagan; los primeros se hacen cargo de las pérdidas que originan los segundos.

Si se fijasen para los préstamos tasas inferiores al 12,63%, porque por ejemplo el procedimiento de análisis de la calidad de los prestatarios resulta defectuoso en la medida que no se captan los verdaderos riesgos de las financiaciones, ello acarrearía una remuneración del capital inferior a la normal, inclusive negativa, que es el caso de las pérdidas. Esta es una situación de desequilibrio que no perdurará en el largo plazo, entre otras cosas, porque se trata de situaciones no deseables para la autoridad monetaria. Dicho de otro modo, existen límites inferiores para las tasas de los préstamos que surgen de: 1) los costos financieros de los fondos; 2) los costos no financieros dependientes de la eficiencia del banco y del sistema bancario; y 3) de máxima importancia, el riesgo de *default* de los prestatarios.

Si la variedad de activos se ampliasen, por ejemplo se amplían las categorías de riesgos, se deberían

cobrar tasas diferenciales entre cada uno de ellos de acuerdo a las probabilidades de *default*. Esto es de fundamental importancia para quien acude por financiamiento a los bancos, pues debería realizar los esfuerzos por ser incorporado en su categoría de riesgo y no en una superior.

El Cuadro N° 8 muestra la relación existente entre distintas tasas libres de riesgo, las probabilidades de *default* y las tasas necesarias para compensar el riesgo asumido. El mismo incorpora en la mencionada probabilidad de *default* (d) el caso en donde se estima que los prestatarios no devuelven ni el capital tomado ni abonar los servicios de éste y supone que los costos administrativos son idénticos para todas las financiaciones (e iguales a los que generan los activos libres de riesgo).

CUADRO N° 8

TASAS LIBRES DE RIESGO, PROBABILIDADES DE DEFAULT

Tasas de interés de los préstamos

PROBABILIDAD DE DEFAULT (D)	TASAS LIBRE DE RIESGO EN PORCENTAJE				
	6,0	7,0	8,0	9,0	10,0
1,0	7,1	8,1	9,1	10,1	11,1
3,0	9,3	10,3	11,3	12,4	13,4
5,0	11,6	12,6	13,7	14,7	15,8
7,0	14,0	15,1	16,1	17,2	18,3
9,0	16,5	17,6	18,7	19,8	20,9
10,0	17,8	18,9	20,0	21,1	22,2
12,5	21,1	22,3	23,4	24,6	25,7
15,0	24,7	25,9	27,1	28,2	29,4
18,0	29,3	30,5	31,7	32,9	34,1

Fuente: Elaboración propia.

El cuadro muestra, por ejemplo, que para equiparar los ingresos generados por una tasa libre de riesgo del 6%, la tasa aplicable a un préstamo cuya probabilidad de *default* (d) es del 10% debe ser igual al 17,8%. Si d fuera igual al 15%, para la misma tasa libre de riesgo, el préstamo en cuestión deberá recibir una tasa del 24,7%.

Las relaciones expuestas son de gran importancia para explicar el comportamiento de las tasas de interés en Argentina, sobre todo cuando se evalúan las actuales probabilidades de *default* y se incorporan los diferenciales de gastos administrativos existentes

para un préstamo respecto a un activo libre de riesgo, como pueden ser los títulos públicos.

Finalmente, resulta de interés destacar las contribuciones relativas que producirían sobre el costo del crédito la reducción de las tasas activas libres de riesgo mínimas de equilibrio de los bancos, por un lado, y la reducción del riesgo crediticio, por otro. Esto permitiría conocer el impacto relativo de lograr eficiencias en el funcionamiento del sistema financiero y de lograr reducciones del riesgo crediticio. Derivando la ecuación (2) respecto a i_r y a d, los resultados que se obtienen son respectivamente:

$1/(1-d)$ y $(1+i_r)/(1-d)^2$. Puede observarse que un cambio en el riesgo de default tendrá un efecto mayor sobre i_a que un cambio de igual magnitud sobre i_r ²⁸. Esto puede ilustrarse en el Cuadro N° 8, considerando cambios en las tasa mínimas y en la probabilidad de default de igual valor.

3. LIMITE SUPERIOR DE LAS TASAS DE INTERES Y RACIONAMIENTO DEL CREDITO

En la sección precedente se ha explicado cómo los bancos deben cobrar tasas mayores a medida que se incrementa el riesgo crediticio. En esta sección se mostrará que los incrementos en las tasas de interés aplicables a los prestatarios tienen un límite superior que surge de considerar que el riesgo de crédito no es totalmente exógeno sino que también depende de las tasas que se carguen a las financiaciones. En estos casos el racionamiento del crédito, es decir la imposibilidad de obtener crédito por parte de algunos prestatarios a la tasa actual del mercado, surge como resultado. El ajuste de estos mercados se produce en términos de cantidades, lo que permite brindar una explicación contundente respecto a la ausencia de crédito para algunos prestatarios.

Existen dos tipos de racionamiento del crédito²⁹: el racionamiento de desequilibrio y el racionamiento de equilibrio. El primero se da cuando existen obstáculos temporarios o de corto plazo que impiden limpiar los mercados de crédito vía precios³⁰; presiones políticas contra alzas en los tipos de interés, exigencias administrativas para llevar adelante los incrementos y costos administrativos y de publicidad de los mismos son las principales causas de tal tipo de racionamiento.

Si se considera que todo exceso de demanda representa un desequilibrio, carecería de sentido hablar de racionamiento de equilibrio. Pero si como tal se cataloga a aquel exceso de demanda que perdura aun en el largo plazo, tiene sentido entonces utilizar la

²⁸La conclusión se obtiene a través de la diferencia entre las dos derivadas mencionadas en el texto, que es igual a

$$-(d + i_r)/(1 - d)^2$$

²⁹La distinción entre tipos de racionamiento sigue la exposición hecha por Michael Discroll (1992, págs. 66-74).

³⁰Precios en sentido amplio para incluir otras condiciones contractuales de los préstamos como saldos en cuenta o exigencias de garantías adicionales, por ejemplo.

diferenciación y vale la consideración del racionamiento de equilibrio en los mercados de crédito. De las causas que generan este último son de especial interés para este estudio la información asimétrica y las restricciones de diversa índole a la fijación de múltiples tasas de acuerdo a las características de los prestatarios.

El caso de las restricciones está estrechamente vinculado al análisis de la sección precedente donde se ha mostrado la necesidad de fijar diferentes tasas de interés de acuerdo al riesgo de las financiaciones concedidas; n categorías diferentes de prestatarios agrupados según estimaciones de la probabilidad de no pago, exigirían n tasas de interés diferentes. Si el número de tasas es inferior a n el racionamiento será la consecuencia para algunos prestatarios. Son causas de la fijación de un número de tasas inferior al de categoría de clientes los elevados costos de obtener información para categorizar a cada prestatario y para administrar un esquema de tasas múltiples; alternativamente también existen explicaciones que recurren a cuestiones "sociales" o "morales" por los efectos que acarrearía una discriminación mayor entre clientes³¹.

El caso de la información asimétrica es el que más atención ha recibido en la literatura especializada. El punto de partida es un conocimiento limitado por parte de los prestamistas acerca de prestatarios aparentemente idénticos y acerca del riesgo implícito de los proyectos que se pretenden realizar mediante el fondeo de los bancos. Existe información asimétrica cuando algunas de las partes involucradas en operaciones de mercado posee información que no está disponible a todos los participantes de ese mercado y no existen incentivos para que sea revelada. Para los mercados de crédito resulta ejemplificador el caso de un empresario que luego de madurar durante años un proyecto de inversión particular, con un minucioso estudio de por medio, acude a un banco para obtener de éste el financiamiento que le de vida a ese proyecto. En la relación banco-cliente tomador de fondos, el primero conoce menos acerca de la empresa hacia donde irán los fondos, del destino que se dará a ellos, del riesgo general implícito en los negocios del potencial deudor, de las características del proyecto que

³¹Las relaciones con los clientes podrían verse afectadas si tal comportamiento genera sentimientos de injusticia entre prestatarios, por ejemplo.

se desea financiar, de las variables que afectan su probabilidad de éxito, etc.

Las mencionadas asimetrías informativas provocan que los mercados de créditos observen comportamientos bien diferenciados de los restantes mercados de bienes y servicios. Mientras que por ejemplo en el mercado de hortalizas los precios se encargan de guiar la asignación de recursos, ello no sucede en los mercados de crédito. *Ceteris paribus*, un mayor precio de las primeras, debido a una escasez temporal, produce al mismo tiempo dos tipos de señales: que la producción de hortalizas es más beneficiosa que antes, siendo deseable que mayores cantidades de recursos se dirijan a su producción y, adicionalmente, que el sacrificio de recursos para producir hortalizas es ahora mayor, de modo que debería sustituirse parte de su consumo por el de otros bienes. En los mercados de créditos, el incremento en el precio de los préstamos (la tasa de interés activa) trae aparejado, además de los anteriores, dos consecuencias adicionales. Replican a los otros mercados, por cuanto una mayor tasa indica que se debe utilizar menos capital de terceros y, a la vez, que el ahorro posee una mayor retribución, por lo que (vía el efecto sustitución) se alienta el mismo. Los dos nuevos efectos que aparecen producto de la información asimétrica son el de riesgo moral (*moral hazard*) y el de selección adversa (*adverse selection*).

El problema de riesgo moral hace referencia al hecho de que mayores tasas de interés alientan la toma de decisiones que implican mayores riesgos de los que se hubiesen adoptado de otro modo. En el caso de los préstamos, los prestatarios verían que mayores tasas de interés ocasionan menores beneficios por la realización de proyectos dados; para evitar la caída de los retornos los empresarios iniciarían proyectos de mayor riesgo que les permitirían compensar la caída de los beneficios mencionada. Las organizaciones societarias de responsabilidad limitada, como las sociedades anónimas, son más proclives a este tipo de comportamiento; por otra parte, un mejor seguimiento de los bancos a sus prestatarios actuaría en sentido contrario.

El problema de selección adversa se refiere al hecho de que, a medida que crecen las tasas de interés, los mejores prestatarios, desde el punto de vista del riesgo, se retiran del mercado, dejando como resultado una calidad media inferior entre los residuales; el

grado de aversión al riesgo de los prestatarios desciende al incrementarse el costo de los créditos³².

Estos dos problemas son los que ponen un techo a los incrementos en el costo del crédito para limpiar el mercado y para compensar la asunción de mayores riesgos. En este último caso el análisis realizado en la sección anterior debe modificarse, para incorporar el hecho de que aquí el incremento de las tasas de interés, para compensar riesgos, genera mayores riesgos, convirtiéndose así al riesgo medio de las operaciones crediticias en una variable endógena dependiente del tipo de interés.

La consecuencia de los problemas de riesgo moral y selección adversa puede ilustrarse a través del Gráfico N° 13, donde sobre el eje de las abscisas se representa la tasa de interés de los préstamos (rL) y sobre el de las ordenadas el retorno esperado ($ER(rL)$) que para el banco proveen los mismos.

Para los niveles inferiores de tasas de interés, el retorno esperado por unidad de préstamo se halla muy próximo a la tasa de interés. A medida que se incrementan las tasas activas aparecen dos efectos que operan en sentido opuesto: el efecto positivo, dado por el hecho de que mayores tasas de interés incrementan los retornos esperados vía mayores ingresos y, el efecto negativo, originado por los problemas de riesgo moral y selección adversa que produce mayor grado de incobrabilidad entre los prestatarios. Para los niveles inferiores de tasas de interés el efecto positivo supera al negativo y el retorno esperado crece con la tasa de interés activa; existe un máximo en el cual un incremento de la tasa de interés no altera el retorno esperado y más allá de ese máximo, incrementos adicionales de las tasas por los préstamos deprimen el retorno esperado ya que dominan los efectos negativos originados por los problemas de información asimétrica. En el Gráfico N° 13 el máximo retorno esperado ($ER(rL^*)$) se produce al fijar la tasa óptima desde el punto de vista del banco rL^* .

La existencia de un máximo en la función de retorno esperado hace que para los bancos resulte inconveniente fijar tasas de interés elevadas en algunos casos, sobre todo cuando deberían ser superiores a rL^* del gráfico anterior; esto, a su vez, puede originar que, para la tasa de máximo retorno esperado que

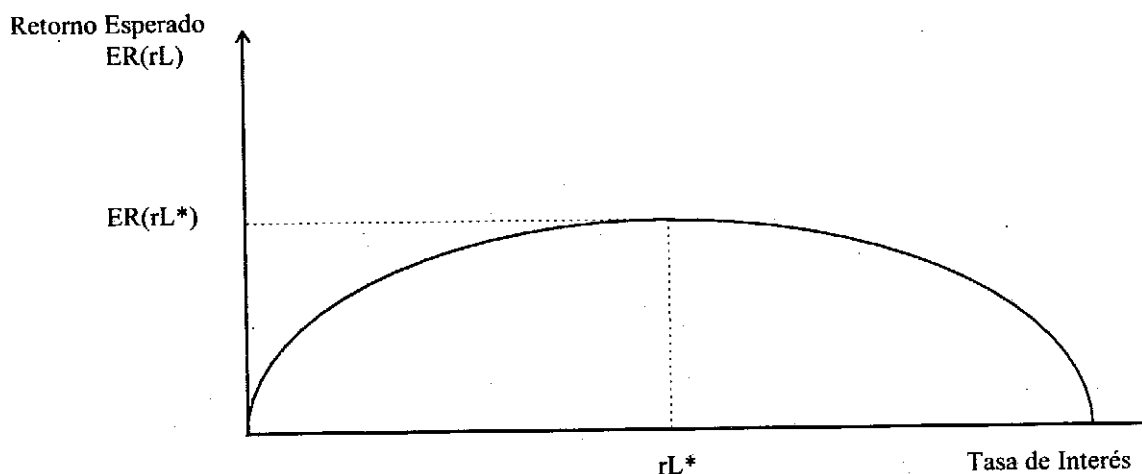
³²En un apéndice al final del capítulo se presenta una exposición gráfica del problema de la selección adversa recurriendo a los equivalentes de certeza.

el banco fije para un conjunto de prestatarios, exista un exceso de demanda de fondos prestables; sucederá eso si los fondos ofrecidos a esa tasa superan la cantidad demandada por prestatarios dispuestos a pagar el precio máximo en cuestión. Así, a la tasa óptima, se procede a racionar los prestatarios: se selecciona a quienes recibirán créditos y se rechazan los restantes; algún criterio específico puede utilizarse para ello,

como las garantías ofrecidas y la relación comercial mantenida en el tiempo. El racionamiento del crédito tiene lugar entonces cuando el volumen total de crédito a asignar por parte del sector bancario, entre los tomadores, exige una tasa de interés que no podría aplicarse, ya que agravaría los problemas de riesgo moral y selección adversa.

GRAFICO N° 13

TASAS DE INTERES Y RETORNO ESPERADO POR PESO DE PRESTAMO PARA LOS BANCOS

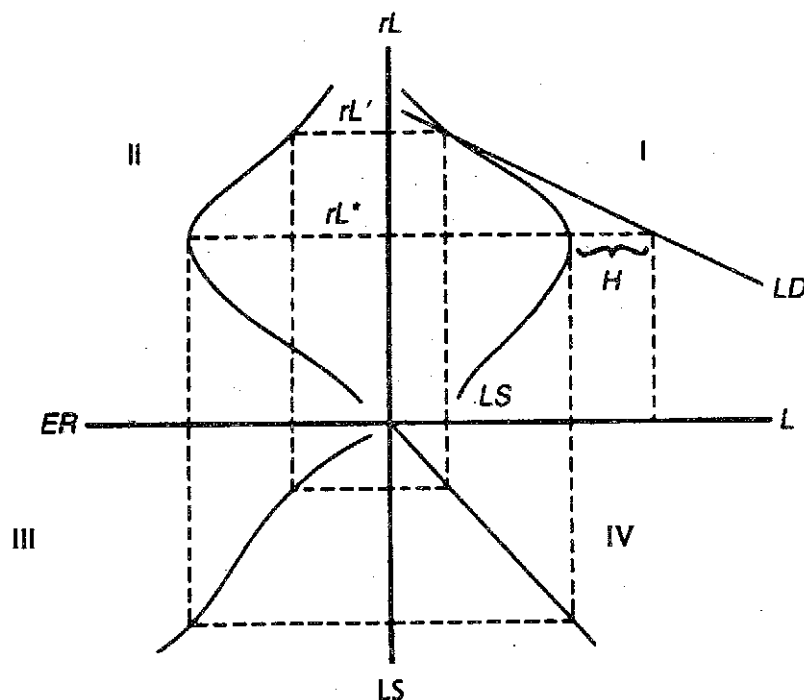


Puede realizarse una exposición gráfica del problema descrito en última instancia acudiendo al Gráfico N° 14. Aquí, la interpretación puede hacerse desde el punto de vista de un banco en particular o considerando al sistema bancario en su conjunto. En el cuadrante II se presenta la misma relación del Gráfico N° 13, con la tasa de interés en el eje de las ordenadas y el retorno esperado en el de las abscisas; en el cuadrante III se representa la relación positiva entre la tasa de retorno esperado y la oferta de préstamos (LS); el cuadrante IV sólo contiene una recta de 45° que permite relacionar en el cuadrante I la oferta de préstamos con la tasa de interés aplicable a

éstos. En este último cuadrante también se ha graficado la demanda de préstamos de pendiente negativa según la relación entre el número de proyectos admisibles y las diferentes tasas de interés.

La tasa de interés de equilibrio rL^* es la que maximiza el retorno esperado de los bancos; tasas inferiores o superiores son subóptimas para ellos. El monto demandado de préstamos es superior al monto ofrecido y la diferencia entre ambos (H) ilustra la magnitud del racionamiento del crédito; la cantidad de fondos prestados la determina la oferta, que raciona dicha cantidad entre los demandantes.

GRAFICO N° 14
RACIONAMIENTO DEL CREDITO DE EQUILIBRIO



El equilibrio Walrasiano se produce a la tasa rL' y claramente es una solución subóptima para los bancos que no será elegida por éstos.

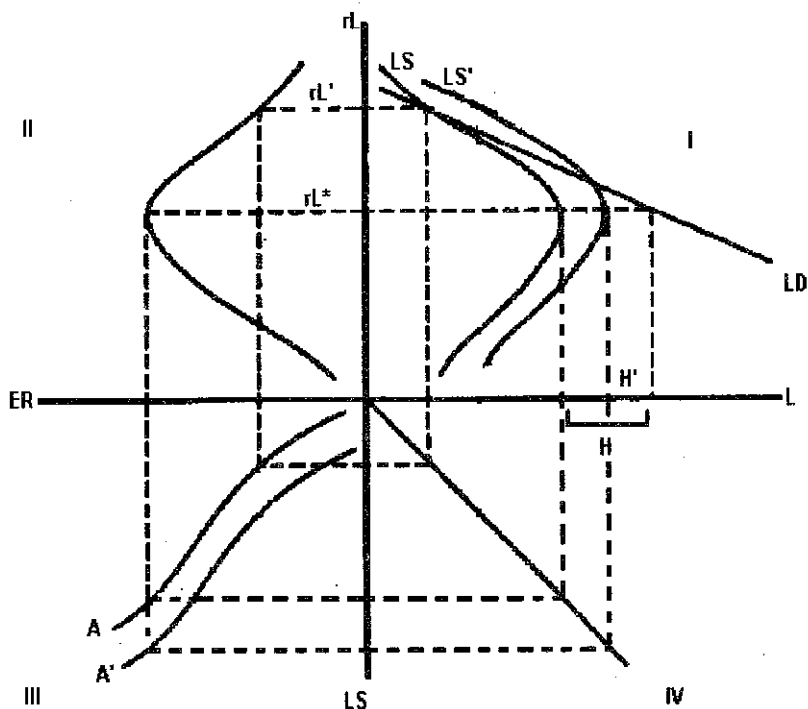
A partir del esquema expuesto en el Gráfico N° 14 también es posible demostrar cómo un aumento en la oferta de fondos prestables puede reducir la magnitud del racionamiento sin producir cambios en las tasas de interés activas. Supongamos que, mediante medidas específicas como el pago de salarios vía cajeros automáticos u otras generales como la reducción de la economía informal, se logra aumentar el grado de monetización de la economía. Los bancos poseen mayor cantidad de fondos para intermediar y entonces para cada tasa de retorno esperado por préstamo, aumentan la cantidad ofrecida de éstos. Esto es un desplazamiento de la curva del cuadrante III tal como se muestra en la Gráfico N° 15; la curva denotada con A es la de la figura anterior. El nuevo monto del racionamiento es ahora H' de menor magnitud que el anterior H.

Solamente cuando el desplazamiento de la curva

de oferta sea lo suficientemente significativo, desaparecerá el racionamiento del crédito y las tasas de interés se determinarán conjuntamente por la oferta y la demanda como en los restantes mercados de la economía. Esto es lo que indica el Teorema 6 del artículo pionero de Stiglitz y Weitz (1981): "dado un momento del tiempo donde existe racionamiento del crédito, un cambio en la oferta de fondos no necesariamente afectará la tasa de interés vigente en el mercado. En su lugar, enfrentado con una mayor cantidad de fondos prestables, la solución óptima para los bancos no es entonces la reducción del costo de los préstamos sino admitir mayor cantidad de prestatarios a la tasa actual de racionamiento".

Pero en tanto la cantidad demandada de préstamos continúe superando al monto pasible de otorgar por los bancos, continuará existiendo el racionamiento o se reiterarán las respuestas negativas a los requerimientos de financiamientos de demandantes dispuestos a pagar la tasa de pizarra.

GRAFICO N° 15
EFECTO DE UNA MAYOR DISPOSICION DE FONDOS PARA PRESTAMOS



3. CONCLUSIONES

Los bancos son firmas multiproducto maximizadoras de beneficios; una de las condiciones necesarias para que los beneficios sean máximos está dada por la igualdad de los ingresos marginales y los costos marginales de producción; otra, aplicable al caso de múltiples tipos de préstamos, es que los beneficios marginales de cada uno de ellos deben ser iguales.

Estas condiciones hacen que quienes observen un riesgo de *default* superior tengan que pagar tasas superiores. En el extremo, si se identificara el riesgo de crédito de cada prestatario sería posible evitar que existan subsidios cruzados desde los de bajo riesgo hacia los de elevado riesgo; adicionalmente evitaría cualquier racionamiento de equilibrio. Considerando la relación existente entre las tasas libres de riesgo, el riesgo de *default* y las tasas efectivas aplicables a los préstamos, no resultan difíciles de explicar tasas cercanas al 20% a partir del margen de incobrabilidad actual de los bancos argentinos y las tasas *prime* consideradas como libres de riesgo.

Existe no obstante un límite superior a la fijación de tasas de interés impuesto por los problemas informativos que dan lugar a los de riesgo moral y selección adversa. Al aumentar las tasas, los bancos obtienen un efecto positivo sobre sus ingresos, porque los prestatarios abonan precios superiores, pero también uno negativo, porque el riesgo medio de los proyectos aumenta y la aversión al riesgo promedio de los clientes desciende y con ello los ingresos de los bancos también decaen. Cuando el efecto negativo supera al positivo no conviene continuar incrementando las tasas de interés y, si la cantidad demandada de crédito supera a la ofrecida, a esa tasa máxima, aparecerá el racionamiento de crédito como comportamiento óptimo de los bancos; con ello, algunos prestatarios reciben crédito y a otros se le es negado. Por otra parte, también de los comportamientos maximizadores de beneficios de los bancos, se deduce que los prestatarios, cuyo análisis crediticio exija más tiempo y esfuerzo y de aquí mayores gastos administrativos, deberán pagar tasas de interés más altas para compensar el mayor sacrificio de recursos necesario para atender su financiamiento.

Anexo 1

El problema de la selección adversa en los mercados de crédito

El problema de la selección adversa puede ilustrarse suponiendo que existe un conjunto de proyectos que, a diferencia del riesgo, comparten las restantes características: vale decir, se extienden por el mismo número de años (o más general, de períodos), requieren la misma inversión inicial y prometen los mismos flujos de fondos futuros. Sin embargo, por poseer diferentes riesgos, se supone que esos flujos futuros poseen distinta varianza en cada proyecto.

Así, recurriendo a medidas de equivalentes de certeza, se podría indicar qué flujo de fondos cierto equivaldría a cada flujo de naturaleza aleatoria; es decir, bajo determinados criterios, podría hallarse un flujo de fondos con probabilidad de verificarse igual a 1 que tendría la misma utilidad esperada que los ingresos netos que proveería el proyecto con un flujo aleatorio³³. Una vez encontrados los equivalentes de certeza de los flujos de cada proyecto, podrían ordenarse de derecha a izquierda de acuerdo a sus tasas de retorno, en orden descendente.

Para un caso de dos períodos, el presente y el futuro, un conjunto continuo de proyectos ordenados de acuerdo a su tasa de retorno podría ilustrarse mediante la curva PP del Gráfico N° 16. Con un costo de oportunidad del capital que bajo determinadas circunstancias es posible asimilar al costo de los préstamos bancarios, representado por la línea d_1d_1 , con pendiente igual al retorno bruto de esos préstamos (es decir, $1+r$, siendo r la tasa de interés bancaria), el criterio de la tasa interna de retorno indicaría que se deberían emprender todos aquellos proyectos para los cuales su TIR respectiva sea superior a r , o lo que es lo mismo deberían emprenderse todos los proyectos para los cuales la tasa de retorno bruta sea igual o superior a $1+r$.

En el caso del Gráfico N° 16, el proyecto marginal para el cual se cumple la igualdad anterior queda determinado en el punto E, donde se produce la tan-

gencia entre la curva que muestra el continuo de proyectos y la representativa de la tasas de interés bruta. El sacrificio actual de recursos que se debe llevar a cabo está representado por CB y el valor presente de los ingresos futuros de los proyectos a emprender es igual a BD; la diferencia entre ambos segmentos representa el valor presente neto de los emprendimientos que, en el gráfico, es igual a CD. Emprender proyectos adicionales o un número inferior al óptimo comentado, reduciría este valor presente neto de todos los proyectos.

El problema de la de selección adversa puede ilustrarse entonces mediante el efecto de un alza en los tipos de interés, tal como se hace en el Gráfico N° 17 haciendo rotar la línea del tipo de interés desde d_1d_1 hacia d_2d_2 . Como consecuencia de este cambio, el sacrificio de recursos actual óptimo en este caso es CB' , que es inferior al anterior CB y, por supuesto, el valor presente neto total de todos los proyectos se reduce. Se deben emprender ahora un número inferior de proyectos que antes o, lo que es lo mismo, dejarán de hacerse algunos proyectos.

Ahora, observando que todos los proyectos poseían exactamente las mismas características y que sólo diferían en el riesgo, hecho que llevó a acudir a los equivalentes de certeza, se puede notar que los proyectos que dejaron de realizarse son precisamente los de menor riesgo, aquéllos para los que su flujo esperado neto de fondos les impide soportar el costo de oportunidad del capital. De otro modo, los proyectos para los cuales su TIR continúa siendo superior al costo de oportunidad del capital, son los que poseen mayor riesgo dentro del conjunto.

Si se piensa en el caso de un banco que enfrenta una determinada cantidad de proyectos a los cuales puede dar vida en el caso de conceder financiamiento y que debe fijar la tasa de interés que cobrará por los mismos, suponiendo que no puede discriminar entre proyectos según el riesgo, se reconoce que cuanto mayor sea la tasa que fije para los servicios del capital, los proyectos que seguirán prometiendo un flujo neto de fondos futuros esperados positivos serán precisamente los más riesgosos.

³³ Si bien es cierto que existe un problema derivado de que los equivalentes de certeza dependen de las preferencias por el riesgo de cada individuo, lo que se quiere ilustrar es otro problema.

GRAFICO N° 16
ORDENAMIENTO DE PROYECTOS Y DECISIONES
DE EMPRENDIMIENTOS OPTIMAS

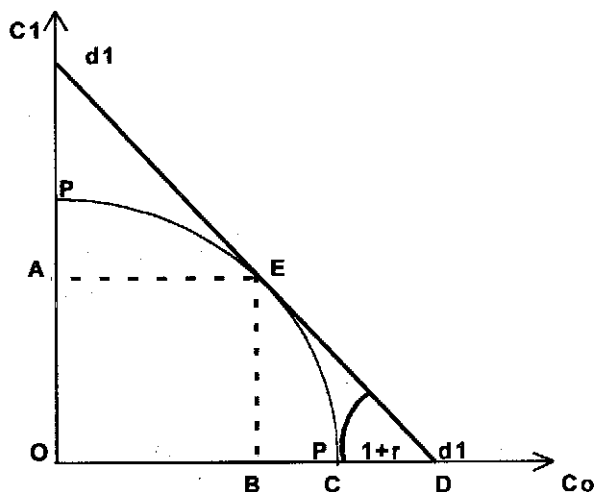
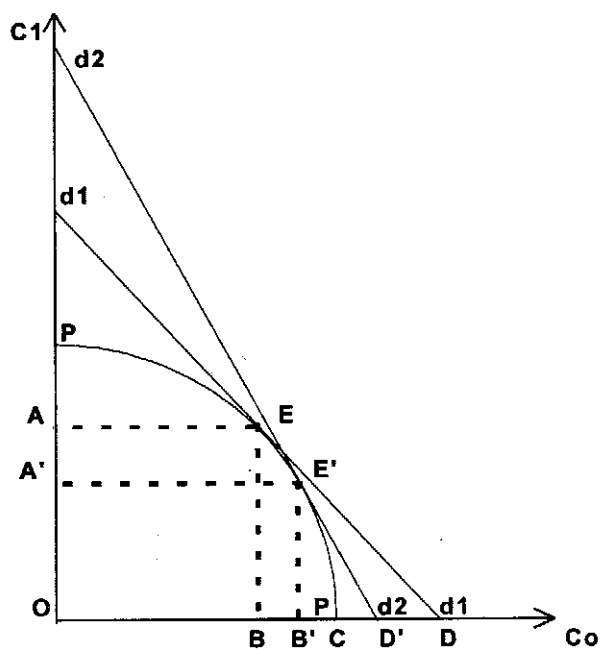


GRAFICO N° 17
EFECTO SOBRE EL CONJUNTO ADMISIBLE DE PROYECTOS
ANTE UNA VARIACION EN LA TASA DE INTERES



Capítulo 4

Problemas de información y riesgos de *default*: el caso de las PyMEs

Habiendo presentado en el capítulo anterior la determinación de los tipos de interés desde el punto de vista microeconómico, en este capítulo se intenta avanzar discutiendo con mayor detenimiento cuál es el rol de los problemas de *default* y de información que enfrentan las PyMEs y los gastos administrativos incrementales que la financiación a ellas genera; estos fenómenos se agravan en una economía sujeta a cambios estructurales y donde se carece de una historia crediticia que sirva de referencia. Los problemas de *default* y de información de las PyMEs conducen a su discriminación en los mercados de crédito: carecen de financiamiento en algunos casos y pagan tasas exageradamente elevadas en otros.

El desarrollo de este capítulo debería explicar por qué si los bancos no tienen razones *a priori* para discriminar entre categorías de clientes, como se vio en el capítulo precedente, a la postre terminan diferenciando entre las empresas PyMEs y las *prime*.

Es fundamental acordar en este punto una premisa básica que no admite discusión desde el punto de vista de la eficiencia. El problema que se trata es el de las PyMEs que siendo poseedoras de buenos proyectos, no consiguen financiamiento para emprenderlos, incluyendo en estos casos la imposibilidad de obtener capital de trabajo para continuar sus operaciones. De ninguna manera, el análisis y las recomendaciones de política que se hacen más abajo y, en el capítulo próximo, pretenden dedicarse al estudio de las razones por las cuales empresas que no son dignas de crédito no reciben fondos de terceros. Asignarles recursos a este tipo de firmas sería, desde el punto de vista social, transformar capital físico (ocupado productivamente) en financiero, para proceder a su posterior destrucción.

La organización del capítulo es la siguiente. En el primer acápite se estudia el riesgo de *default* de las empresas, considerando el caso de las PyMEs como uno especial caracterizado por la elevada tasa de rotación de estas firmas, hecho que se agrava en una economía sujeta a cambios estructurales. En el segundo acápite se ofrece una explicación de los problemas de información de las pequeñas y medianas empresas y una medida del impacto de éstos sobre

las tasas de mercado que deben pagar por sus financiaciones. Esos problemas de información hacen de las PyMEs un segmento de negocios de difícil análisis por parte de potenciales acreedores, quienes deben asignar mayor tiempo y esfuerzo para estimar la capacidad de repago de este tipo de firmas. El último acápite contiene las conclusiones del capítulo.

1. RIESGO DE *DEFAULT* DE LAS PyMEs

Como se mostró en el capítulo anterior, el riesgo de *default*, es decir el riesgo asociado a la posibilidad de no cumplimiento de los compromisos crediticios por parte de los prestatarios, afecta directamente la tasa que los bancos les deben cargar a estos. En lo que sigue, se mostrará que el promedio de las empresas PyMEs presentan mayor riesgo relativo, por ejemplo, cuando se lo compara con el conjunto de empresas consideradas de primera línea. Como consecuencia, enfrentan un costo del crédito significativamente superior.

Para aislar el riesgo crediticio de las PyMEs se supondrá inicialmente que el crédito a las empresas de primera línea posee un riesgo de *default* nulo y que los gastos administrativos que originan las financiaciones son idénticos para todas las firmas, sean o no de primera línea. En la sección siguiente se muestra que dichos gastos no son idénticos sino que los de las firmas de menor tamaño son mayores pudiendo esta diferencia explicar parte del problema crediticio de este tipo de firmas.

Si la tasa libre de riesgo mínima de equilibrio de los bancos es la tasa *prime* que describimos en los capítulos 1 y 3, en la actualidad aproximadamente igual a 8,3%, en dólares, esto indicaría que la estructura de costos de los bancos exige que el ingreso por préstamo sea igual a ese 8,3% si es que ninguna de las financiaciones origina pérdidas por incumplimiento de los prestatarios; esa es la tasa que cubriría los costos financieros y no financieros y permitiría remunerar en forma normal la utilización del capital.

Para obtener la tasa que deberían abonar otros tipos de deudores, por ejemplo las empresas PyMEs,

será necesario conocer la probabilidad de *default*, *d*, asociada a cada uno de ellos. Si bien no existe fuente de información donde consten esas probabilidades, sí existen estadísticas acerca de agregados de gran importancia para estimarlas. Se trata de información histórica, que resume lo que ha estado sucediendo hasta el presente en materia de morosidad de carteras de préstamos y que surge del estado de deudores de los Estados Contables de las Entidades Financieras del Banco Central de la República Argentina.

Esa información puede utilizarse del siguiente modo: si en el pasado una proporción dada de los préstamos otorgados tuvieron problemas o directamente no cumplieron sus compromisos contractuales, podremos esperar que lo mismo acontezca en el futuro, a no ser que cambios del contexto macroeconómico o políticas de las entidades financieras particulares hagan suponer que se verificará un quiebre entre la *performance* futura y la pasada reciente de los préstamos.

La información del estado de deudores de la cartera comercial de los bancos por tipo de entidades para Noviembre de 1996 se expone en el Cuadro N° 9^{34, 35}. La deuda irregular comprende las financiaciones que presentan algún tipo de atraso superior a los 30 días. Se puede notar allí que los bancos privados nacionales tienen aproximadamente el 11% de su cartera con algún tipo de inconveniente; este porcentaje es menor en los bancos extranjeros y superior al doble en los bancos cooperativos.

La utilización de las financiaciones en estado irregular como estimación de la probabilidad de *default* de los tomadores de crédito sobrestima el verdadero riesgo pues parte de la irregularidad allí registrada puede desaparecer en periodos posteriores; por otro lado, la estimación del riesgo de *default* mediante las financiaciones en estado de irrecuperabilidad o con alto riesgo de insolvencia produce una subestimación del verdadero riesgo porque es altamente probable que otros estados de irregularidad puedan devenir en las dos categorías finales aun en el corto plazo, resultando también incobrables.

³⁴ Desafortunadamente no existen estadísticas del estado de las financiaciones por tipo de moneda; en lo que sigue el análisis procede como si no existiesen diferencias entre la morosidad de los préstamos pactados en pesos y los pactados en dólares.

³⁵ Existen algunas financiaciones comerciales que el Banco Central permite sean registradas junto a las financiaciones no comerciales en casos de montos reducidos.

De la vinculación de estas estimaciones con las tasas para empresas de primera línea surgen importantes conclusiones. Para arribar a ellas se supondrá entonces que: a) tal como mostramos en el Capítulo 1 y como se mencionó más arriba, las tasas *prime* para dólares son iguales al 8,3%; y b) las empresas de primera línea poseen una probabilidad de *default* igual a cero. En este caso las restantes empresas son las generadoras de la cartera irregular.

Considerando en primer lugar el sistema financiero en conjunto y las dos últimas filas del Cuadro N° 9 como estimación de la probabilidad de incumplimiento por parte de los clientes *no prime*, la tasa mínima para estas financiaciones debería ser, siguiendo la ecuación (2) del capítulo precedente, igual al 19,9%. Si el incumplimiento se mide por los préstamos en estado irregular sin discriminar entre ellos, es decir considerando la segunda fila del cuadro, la tasa *no prime* debería elevarse hasta el 32%.

El estado de las financiaciones resulta fuertemente afectado por la dispar situación de los bancos públicos; por caso, la cartera de préstamos irrecuperables y con alto riesgo de insolvencia de estos bancos es del 12,3% y casi el 35% de las financiaciones presenta algún tipo de irregularidad. Si bien el segmento de empresas que atiende este grupo de bancos es el de las medianas, el estado de deudores resulta afectado por factores que no viene al caso analizar aquí. Por estas razones puede ser de mayor utilidad considerar las estimaciones de tasas teóricas a partir de las restantes categorías de bancos.

En el caso de los bancos privados nacionales, el grupo de entidades que mayor financiamiento concede, si se toma la deuda con alto riesgo de insolvencia e irrecuperable como probabilidad de *default*, la tasa mínima aplicable a los prestatarios *no prime* debería ser igual a 14,1%; si el riesgo de crédito se estima con la deuda irregular, la tasa es entonces igual a 21,9%. Estas tasas son compatibles con las que para las firmas argentinas cobran las entidades financieras; para ello se puede considerar la información provista en el Cuadro N° 2, sobre el costo del financiamiento según el tamaño de las firmas del Capítulo 2.

Seguramente el promedio de empresas PyMEs está dentro de ambos márgenes indicados para los bancos privados nacionales (14,1 y 21,9%). Una aproximación más cabal de ello lo da el estado de las financiaciones de los bancos cooperativos. Este tipo de entidades financieras está comercialmente orientado al grupo de empresas

CUADRO N° 9

**ESTADO DE SITUACION DE DEUDORES DE LA CARTERA COMERCIAL:
SISTEMA FINANCIERO, BANCOS PRIVADOS NACIONALES, BANCOS
EXTRANJEROS Y BANCOS COOPERATIVOS**

Noviembre de 1996

CARACTERISTICAS	CATEGORIA DE ENTIDADES				
	SISTEMA FINANCIERO	BANCOS			
		PUBLICOS PROVINCIALES	PRIVADOS NACIONALES	EXTRANJEROS	COOPERATIVOS
Deuda Regular	82,0	65,9	88,8	89,8	77,2
Deuda Irregular	18,0	34,1	11,2	10,2	22,8
Alto Riesgo de Insolvencia*	5,0	10,5	3,8	2,4	8,0
Irrecuperables**	4,7	11,8	1,3	0,9	1,8

* Incluye deudas vencidas y no vencidas.

** Incluye las financiaciones irrecuperables por disposición técnica; se trata de préstamos concedidos por bancos desaparecidos que han sido fusionados.

Fuente: Estados Contables de las Entidades Financieras del BCRA.

PyMEs siendo escasas las financiaciones que otorgan a empresas *prime*. Se puede notar en este caso que la estimación hecha considerando las dos últimas filas del cuadro indica que la tasa de estos bancos para PyMEs debería ser igual al 20%, con estrecho correlato con las tasas actuales³⁶.

Las estadísticas expuestas más arriba indican que las PyMEs poseen un riesgo de default superior al de las restantes empresas. Este fenómeno se repite en otras economías y puede comprobarse notando que las PyMEs poseen una elevada tasa de rotación a lo largo del ciclo, convirtiendo a este tipo de firmas en un segmento de negocios de mayor riesgo. La tasa de fracaso de empresas es otra forma de probar el mayor riesgo de crédito de las empresas pequeñas y medianas.

Un estudio de la OCDE, citado por FIEL (1995, págs. 37 y 38), da cuenta que en esos países ingresan anualmente en el mercado nuevas firmas a un ritmo del 9 al 19% de las existentes, al tiempo que también son elevadas las salidas, llegando a ser éstas del 15 al 20% del total; como resultado sólo el 20% de los establecimientos sobrevive después de los 10 años de vida. En el Reino Unido, por ejemplo, se instalan nuevas firmas en cantidades iguales a 1/6 de las

existentes y el 25% de ellas dejan de funcionar en los primeros 18 meses; otro estudio citado para Estados Unidos indicaba que en 1969 la probabilidad de sobrevivencia de una firma después de ocho años era del 40%, en el caso de las muy pequeñas, dicha probabilidad se ampliaba con el tamaño.

Si bien las empresas de menor dimensión son más proclives a entrar en *default* en todos los países, tanto desarrollados y en desarrollo, existe un fenómeno adicional en Argentina que hacen aún más riesgosas a este tipo de firmas. Se trata del cambio estructural a que ha estado sujeta la economía argentina desde comienzos de la presente década y que expuso a ésta a la competencia externa, la desregulación, la anulación de subsidios, la eliminación de la inflación como fuente de ingresos y a un mayor control en materia de evasión tributaria.

Los cambios mencionados han provocado un número significativo de quiebras en la medida que los mismos afectaron significativamente los cuadros de resultados de las firmas alcanzadas y el problema se agravó notablemente con la crisis financiera de 1995. Al respecto, considerando la información de los tribunales comerciales de la Capital Federal, vale notar que el total de quiebras de 1995 fue de algo más de 2000 casos y que durante 1996 ese total fue de aproximadamente 2500 casos, mientras que durante todo el período de convertibilidad que va desde 1991 a

³⁶ Los bancos extranjeros poseen su cartera de préstamos en mejor estado relativo y eso en parte se debe a la cartera de clientes que atiende este grupo de bancos.

1996 se habrían producido 5616 casos de quiebras de firmas^{37, 38}.

Las cifras de salidas de empresas demuestran que financiar una PyMEs presenta un riesgo considerable puesto que muchas de esas firmas no estarán en el mercado en un corto período de tiempo. A esto debe adicionarse los problemas de *default* que se presentan sin que las empresas desaparezcan y que se reflejan en el estado de deudores de los bancos. Queda expresado entonces uno de los problemas específicos de las PyMEs que es su mayor nivel de riesgo promedio.

2. PROBLEMAS DE INFORMACION PARTICULARES DE LAS PyMEs

Las comparaciones realizadas en el acápite precedente para evaluar la incidencia del riesgo de crédito de las PyMEs en el precio del crédito suponen que los costos administrativos implicados en préstamos a este grupo de firmas son exactamente iguales a los que originan las financiaciones a otro tipo de firmas como las empresas *prime*. Sin embargo, en este acápite se presentan algunas características propias de las empresas pequeñas que echarían por tierra dicha igualdad. Si como se mostró en el capítulo anterior existiesen gastos administrativos diferenciales según el tipo de prestatario al que se otorgará alguna financiación, ellos pueden originar diferentes tasas de interés activas de acuerdo al tipo de prestatario.

Las diferencias de gastos por prestatario se originan en dos frentes mutuamente relacionados: las PyMEs elaboran menos información acerca de sí mismas por un lado y, por otro, los prestatarios encuentran mayores dificultades para obtener y procesar la información necesaria para evaluar la capacidad futura para hacer frente a los compromisos financieros que eventualmente podrían asumir esas empresas. Sumadas, estas diferencias hacen que el

análisis necesario para arribar a igual grado de certidumbre acerca del repago de préstamos exija mayor asignación de tiempo y esfuerzo en el caso de las empresas consideradas PyMEs respecto a las consideradas *prime*; esto se traduce en mayores costos de administración y, por tanto, en mayores tasas de interés para las firmas pequeñas y medianas. Es decir, las PyMEs deberán pagar mayores tasas de interés por el sacrificio de recursos adicional que es necesario incurrir por peso de préstamo para evaluar su solvencia futura.

Por otra parte, cuando no puede arribarse a idéntico grado de certidumbre por razones únicamente informativas, se tiene un mayor riesgo crediticio. Buena parte de las dificultades originadas en este caso y en el anterior podrían eliminarse mejorando la precisión y confiabilidad de los balances y mediante la reducción de la economía sumergida, como se explica en el capítulo siguiente.

El caso más sencillo de observar en relación al costo de evaluación de las firmas es el de la existencia de costos fijos para la obtención de información, costos que no dependen del monto del financiamiento a otorgar. Estos logran una mayor dilución en el caso de préstamos de mayor envergadura y conspiran contra las PyMEs que deben asumir mayores costos por peso obtenido en préstamo.

También en referencia a este costo de *screening* el informe del Banco Mundial de 1989 (World Bank, 1989, pág. 35) señala que, mientras en los sistemas financieros informales son escasos los costos de información, ya que en ellos se confía más en el conocimiento personal de los prestatarios, en los sistemas financieros formales esos costos son significativos. Señala el informe que en las primeras fases del desarrollo de los sistemas financieros los costos de captar información son asumidos por los bancos e incorporados en los *spreads*; más tarde las firmas por sí mismas ofrecen mayor información.

1. NECESIDAD Y GENERACION DE INFORMACION: DIFERENCIAS POR TAMAÑO DE FIRMAS

En el Capítulo 1 se vio que las utilidades no distribuidas superan en todos los países a las restantes alternativas de fondeo para los gastos de inversión y capital de trabajo de las empresas. Una de las principales razones que explican el autofinanciamiento

³⁷ La participación de firmas pequeñas en el número de quiebras puede aproximarse considerando el cociente entre los pasivos totales incluidos en los casos de quiebra y el número total de firmas. Para el promedio de 1995, esa relación indica un pasivo por firma en quiebra de poco más de 74 mil pesos que deja en evidencia que la proporción de firmas de menor dimensión en el total de casos de quiebras es significativo.

³⁸ La información estadística sobre quiebras fue obtenida del diario El Cronista.

como fuente de fondos por excelencia para las empresas es la concentración en un sólo agente económico de los actos de invertir y ahorrar, internalizando toda la información existente y haciendo desaparecer los posibles intereses encontrados. En ese caso, no se requiere elaborar contratos, ni monitorear los destinos de los fondos, ni ofrecer garantías, ni que se dispongan de otros instrumentos que en los mercados se destinan a reducir el riesgo de las operaciones.

La información, respecto de los prestatarios y los proyectos que ellos pretenden sean financiados, es de fundamental importancia para la asignación del crédito. La información que poseen los emprendedores ha sido acumulada a lo largo del tiempo a través de la experiencia en la operación de la firma en un rubro de actividad particular; al momento de buscar financiamiento en un banco esa información tendría que trasladarse completamente al prestatario, hecho que resulta dificultoso y a la vez no deseable en algunos casos.

Por ello, la ventaja de autofinanciarse proviene de que se combinan en uno solo los actos de ahorro e inversión internalizándose, de ese modo, los costos de información, de transacción, de monitoreo y de *enforcement* que surgirían en caso de tratarse de agentes económicos distintos. No se requieren contratos, garantías ni otros requerimientos exigibles en estos casos.

Por otra parte, una de las principales justificaciones teóricas de la existencia de los bancos está vinculada a la posibilidad de un monitoreo más detallado de los deudores y, en general, un manejo más completo y acabado de la información necesaria para generar el crédito requerido por las firmas. Ellos tendrían economías de escala y/o ventajas comparativas en la producción de información acerca de los prestatarios.

Toda vez que no exista certeza plena de que los prestatarios atenderán completamente sus compromisos, las actividades de monitoreo y de obtención y actualización de información son esenciales. En los mercados de crédito informales la información es obtenida a menudo como un subproducto de otras relaciones, por ejemplo las relaciones comerciales entre proveedor y cliente posibilitan un conocimiento mutuo que puede traer aparejadas transacciones financieras asociadas (generalmente) a la operatoria comercial. Pero a medida que los mercados de crédito formales ocupan una mayor porción del financiamiento total de la economía es necesario una mayor

sistematización en el manejo de la información.

Como señalan Mario Vicens y Carlos Rivas (1994), "En el nuevo contexto económico de Argentina de los 90 los comportamientos óptimos respecto al manejo de información cambiaron abruptamente tanto para prestatarios como para prestamistas". Los primeros comenzaron a necesitar generar información genuina acerca de su actividad, dar explicaciones concretas acerca de los destinos que se darían a los fondos solicitados en préstamos, proveer flujos de fondos, estimar escenarios probables y las eventuales consecuencias para sus negocios actuales.

La necesidad de información también surgió para los bancos, a pesar del crecimiento notable del nivel de actividad que experimentó el sector según la evolución del crédito destacada en el Capítulo 2. Previamente, en la década pasada y en otras anteriores que pueden remontarse hasta mediados de la del 40, "la exploración de los antecedentes crediticios de los prestatarios y la probabilidad de éxito de sus financiaciones no eran de máxima importancia; la misma inestabilidad macroeconómica generadora de remuneraciones negativas a los ahorristas y un estado dispuesto a nacionalizar las malas deudas cuando estas se materializaban soportaban tal estado de cosas" (Vicens y Rivas (1994)).

Con el advenimiento de la estabilización macroeconómica, es necesario generar información confiable acerca de la probabilidad de éxito de las firmas, pero también es fundamental que los bancos sepan captar y procesar esa información; es necesario que extraigan los datos salientes y, en ese sentido, tanto prestatarios como prestamistas tienen un trecho por recorrer. Los bancos tampoco cuentan con la experiencia y el personal entrenado para distinguir prestatarios y es éste uno de los motivos por los que los estados de deudores de los bancos son tan distintos de los estándares de países desarrollados.

La carencia de una práctica crediticia por parte de prestamistas y prestatarios unido a otros fenómenos, como el grado de informalidad de la economía, conforman una situación de gran déficit informativo que, sin dudas, representa un inconveniente para valuar riesgos crediticios.

Los problemas informativos actuales pueden explicar la aparente contradicción entre la existencia de crédito y los reclamos de las PyMEs por acceder a éste. Como se vió en el Capítulo 2, la disponibilidad de crédito en el país es la máxima histórica sostenible y, sin embargo, los reclamos de créditos de las

empresas de menor dimensión también parecen hallarse en otro máximo. Como señala FIEL (1995, pág. 185), en épocas de alta inflación no era la escasez de crédito el problema prioritario; existía financiamiento a tasas de interés negativas por parte de las agencias tributarias de los tres niveles de gobierno y la inflación licuaba el peso de las cargas laborales. Desaparecidas estas alternativas el problema de la escasez del crédito formal se hizo acuciante. Se debe notar entonces la existencia de un déficit informativo mayor en las empresas de menor envergadura.

Efectivamente, el problema informativo no tiene la misma intensidad en todos los grupos de empresas; las firmas de mayor dimensión requieren prácticas de monitoreo mucho más estrictas que las empresas de menor dimensión; la necesidad tiene origen tanto interno como externo a la firmas; en la primera la utilidad deriva de la posibilidad de evaluar el desempeño de la misma y de sus partes constitutivas que permitan corregir desvíos respecto a estados planeados. Esta mayor necesidad de información se plasma en apropiados sistemas de contabilidad y auditoría.

La distribución de la propiedad entre muchos accionistas es la presión externa que tienen las firmas grandes para elaborar información de sí mismas. Los principios estándares de contabilidad cobraron fuerza luego de las crisis financieras de la primera parte del siglo; antes no existía una necesidad de los mismos y cada firma seguía las prácticas que consideraba más adecuadas según el criterio de los propietarios o gerentes. La extensión de la apertura del capital junto a pérdidas generalizadas de ahorros generadas en la confianza de estados contables que a la postre resultaron inapropiadas llevaron a los gobiernos a promover prácticas más estrictas de contabilidad y auditoría, haciendo obligatorios ciertos principios y convenciones que homogeneizan la información y aseguran su comparabilidad.

En los países en desarrollo el grado de cumplimiento de esas prácticas es inferior. En Argentina son prueba de este estado de cosas, la elaboración de más de una versión de los estados contables y financieros según el destinatario de la información.

En suma, las pequeñas empresas poseen un menor cúmulo de información por razones internas y externas que hace más difícil conocer acerca de la actividad concreta de cada firma, del sector donde desenvuelve su actividad, de la probabilidad de éxito de sus emprendimientos, de los factores condicionantes del éxito, entre otros. Por otra parte, una porción de

las dificultades provienen de la mayor diversidad informativa que el análisis de firmas de menor dimensión requiere puesto que son numerosos y variados los rubros de actividad y las variables críticas que afectan a cada uno de ellos.

La severidad de los problemas de información varían, además de por el tamaño, por la antigüedad y las áreas de negocios de las firmas. Así, por ejemplo, las firmas que cuentan con elevadas inversiones en activos fijos tangibles presentarán menores problemas de información porque pueden ofrecer garantías valiosas por las deudas que contratan y además es muy fácil observar eventuales operaciones que puedan realizarse con esos activos. Por el contrario, firmas intensivas en investigación y desarrollo pueden tener mayor oportunidad para efectuar comportamientos discrecionales ya que el riesgo de sus operaciones es más difícil de monitorear. En el caso de la antigüedad, firmas con mayor cantidad de años en un mercado dan cuenta de su capacidad de sobrevivencia, además de existir la posibilidad de evaluar sus comportamientos crediticios pasados.

A partir de la encuesta realizada por FIEL, otro elemento importante para destacar la falta de información adecuada por parte de las PyMEs es el hecho de que el número de relaciones contractuales entre firmas se reduce con el tamaño; es decir, las firmas más pequeñas mantienen vínculos con menor cantidad de otras firmas, reduciendo con ello la necesidad de generación de información propia para ser provista a terceros.

3. CONCLUSIONES

A las empresas PyMEs, los bancos les cargan mayores tasas de interés por dos razones fundamentales, presentan un riesgo de crédito muy superior al de empresas *prime* y poseen problemas de información que hacen más dificultosa y entonces costosa su evaluación. El riesgo de crédito superior de las PyMEs se refleja en la cartera en mora de los bancos y en su mayor tasa de rotación.

El estado de financiaciones de los bancos, especialmente el de los bancos cooperativos que es el grupo de bancos cuyo principal segmento de clientes está constituido por PyMEs, componiendo casi exclusivamente con ellas la cartera de préstamos comerciales, muestra la severidad de los problemas de *default* de esas firmas. La participación de la cartera

en mora de estos bancos duplica a la de los bancos privados nacionales y es 12,8 puntos porcentuales superior a la de los extranjeros.

Por otra parte, la tasa de rotación de las empresas PyMEs es superior a la de otro tipo de firmas en todas las economías; en Argentina, desde el lanzamiento del Plan de Convertibilidad han desaparecido más de 5.600 firmas (según los registros de la Capital Federal), mayoritariamente de menor dimensión.

La dificultad para evaluar crediticiamente a las PyMEs se debe a la existencia de costos fijos en el análisis crediticio y en ausencia de información de las mismas. La escasez de información y la baja calidad de ésta provienen de la menor necesidad de generarla, comparado con las corporaciones, y de un

largo período donde dicha generación era prácticamente irrelevante; existían otras formas de financiamiento en los mercados informales de crédito y los problemas principales de las firmas giraban en torno a cómo hacer que la inflación y la inestabilidad macroeconómica generasen resultados positivos. El déficit informativo actual de nuestro país afecta sobremedida a las PyMEs para quienes elaborar flujos de fondos, actuales y proyectados, planear el negocio futuro e indagar las variables críticas del éxito comercial resultaron por siempre herramientas de gerenciamiento innecesarias y cuya disposición actual es condición necesaria para obtener crédito a tasas reducidas.

Capítulo 5

Recomendaciones de política

Del desarrollo de los capítulos anteriores se deduce que: en primer lugar, si bien nunca ha existido en Argentina tal disposición de crédito como la actual, existe evidencia surgida de las comparaciones internacionales de que el volumen total de financiamiento que otorga el sistema bancario podría elevarse. Por otro lado, se ha mostrado que el costo del crédito de las PyMEs es alto desde todo punto de vista; en relación al de empresas *prime*, pues los *spreads* respecto a las tasas de éstas son, en promedio, superiores a los ocho puntos porcentuales y, en relación a las PyMEs de otros países, puesto que los *spreads* que reciben estas firmas, por ejemplo en Estados Unidos, no supera los dos puntos porcentuales respecto a sus propias *prime*. Finalmente, también es claro que un amplio sector de PyMEs no encuentra financiamiento en los mercados formales de crédito de donde son racionadas.

En el presente capítulo se discuten algunas recomendaciones de política que inducirían a una mayor disponibilidad de crédito. Tal como se hizo para el diagnóstico, las consideraciones hechas aquí se agrupan en dos categorías: las no específicas, que surgen de la consideración de los determinantes homónimos de la escasez de crédito y las específicas. A través de las primeras, sería posible aumentar el volumen total de crédito independientemente de los destinatarios finales de tal aumento y, a través de las segundas, sería posible mejorar las condiciones relativas de las PyMEs.

El capítulo se ha ordenado del siguiente modo. En el acápite siguiente, se destacan los factores que pueden contribuir a ampliar la capacidad total de crédito de la economía; en el acápite 2 se discuten las medidas que se sugieren para aumentar la participación del crédito a las PyMEs; y en el acápite 3 se presentan las conclusiones del capítulo.

1. DISPONIBILIDAD GENERAL DE CREDITO

El *stock* de crédito depende de la monetización de la economía, es decir, de la demanda de dinero que usualmente se mide en términos del producto u otra variable de escala. La cantidad de dinero depende, a

su vez, de la cantidad de base monetaria y del multiplicador del agregado monetario que se considere incluida en la definición adoptada de dinero. Como se mostró en el Capítulo 2 la raíz del bajo nivel de monetización está en el multiplicador monetario que depende del coeficiente de encajes y del coeficiente circulante a depósitos.

El coeficiente de encajes, si bien es alto comparado con el de las economías desarrolladas, no lo es entre las latinoamericanas consideradas anteriormente ni tampoco si se tiene en cuenta la imposibilidad del Banco Central de actuar como prestamista de última instancia. Las decisiones privadamente adoptadas por los banqueros previo a la crisis financiera, cuando la reducción de encajes legales de principios de 1993 fue compensada por aumento de las reservas excedentes, refuerzan la hipótesis de que los niveles actuales de encajes no son elevados.

De modo que las principales medidas de política que deberían considerarse están relacionadas al objetivo de lograr que el público demande una mayor cantidad de dinero y que utilice en forma más intensiva al sistema bancario, sobre todo en materia de pagos.

Para monetizar la economía y bancarizar la población se requiere aumentar los beneficios netos esperados por el público de tener un mayor stock de dinero y de demandar servicios bancarios. Por otra parte, es necesario reducir el margen de informalidad de la economía, pues de ese modo mayor cantidad de transacciones podrán efectuarse sin la presencia de dinero-billetes, ampliando la capacidad de préstamo de los bancos.

La estabilidad macroeconómica, sobre todo en materia de precios, y la ausencia de medidas confiscatorias para los ahorristas, como las tomadas en el pasado, son el prerequisite para reducir el costo esperado de tener dinero y entonces aumentar los beneficios esperados. Deberían desaparecer las posibilidades para que los errores del pasado en este sentido se repitan.

La reducción de costos esperados de utilizar dinero, y en especial dinero bancario, debe provenir de un aumento en la eficiencia en el sistema de pagos. En parte esto depende de comportamientos privados de los bancos, pero una porción de considerable impor-

tancia depende de las regulaciones y coordinación de acciones que asume la autoridad monetaria. En especial, los mecanismos de pago argentinos requieren una transformación que reduzca notablemente el costo en materia de tiempo y fraudes, además de los monetarios por la utilización de cheques.

En la actualidad, un pago mediante cheques puede demorar hasta 5 días hábiles desde que se da el orden para efectuar el mismo hasta convertirse en recursos disponibles para quien lo recibe. El costo de la operación puede implicar para algunas de las partes hasta el 1% del monto del pago, cifra que deja ver el estado de situación del sistema. Debería adicionarse a esto la demora y el costo para obtener nuevos talonarios de cheques y el hecho de que el mantenimiento de una cuenta corriente y el envío de resúmenes también originan gastos cuando en otros sistemas bancarios se realizan sin cargo. Finalmente, existe una desconfianza generalizada en la recepción de cheques en las transacciones, pues no es inusual que lo emitan unidades económicas carentes de solvencia para respaldar su emisión.

Mejorar los mecanismos de compensación de obligaciones reduciendo la cantidad de información papel que intercambian los bancos y la sustitución por medios electrónicos son medidas necesarias para incrementar la bancarización y la monetización. En cuanto a los fraudes, podría pensarse en el agravamiento de las penas impuestas a la comisión de los mismos, en la reducción del tiempo hasta que las mismas sean aplicadas y, sobre todo, aumentar la probabilidad de que este tipo de operaciones sean detectadas.

Un camino para hacer más eficientes los bancos es someterlos a mayor competencia. Es provechoso que ingresen nuevos bancos, domésticos y extranjeros, como también lo es el desarrollo de otros intermediarios financieros que ofrezcan servicios que compitan con los ofrecidos por los bancos. Los denominados inversores institucionales cada vez están en mejores condiciones de proveer financiamiento a mediano y largo plazo; por ello, es deseable alentar su desarrollo.

No obstante, el proceso no debe ser diseñado sin cuidados. La experiencia muestra que la competencia alienta la toma de decisiones más riesgosas; basta recordar el problema que implicó para los bancos acreedores la deuda externa de los países en desarrollo y el problema de las *saving & loans association* de Estados Unidos durante los 80. De aquí la necesidad

de que el proceso sea acompañado por una regulación y un monitoreo acorde.

El desarrollo de los mercados de dinero y de capitales también contribuyen a aumentar la disponibilidad de fondos para las empresas. En la medida que se faciliten las condiciones para que empresas medianas acudan a los mercados de crédito directo, quedará mayor margen para la participación de las pequeñas firmas en los préstamos bancarios. Si fuera posible *securitizar* los préstamos a las pequeñas empresas esta tendencia se reforzaría de modo que se hace deseable homogeneizar los títulos de deuda. Por otra parte, como se ha mostrado en el Capítulo 2 el desarrollo de los mercados de capitales alienta el ahorro y esto puede generar un mayor stock de crédito.

En cuanto al desplazamiento del crédito al sector privado por parte del sector público, las recomendaciones de política que pueden realizarse en este aspecto son sencillas. Si el destino de los fondos captados del sistema bancario por parte del sector público posee menor retorno social del que podría obtener el sector privado, como es probable que suceda, es preciso que cese la competencia por fondos por parte del sector público.

De considerarse deseable el déficit de este sector, deberían buscarse los mecanismos para acudir a los mercados internacionales de capitales o aun a los mercados locales, pero dejar el segmento bancario para que éste destine su capacidad de préstamo completamente a atender las firmas que no tienen similar acceso a esos mercados. La magnitud de los requerimientos de fondos del gobierno justificarían la emisión de títulos de deuda directa y además es posible que provea la información que esos mercados habitualmente requieren para conceder poder de compra.

2. ¿COMO MEJORAR LA SITUACION RELATIVA DE LAS PyMEs?

Más allá de las medidas de políticas no específicas del acápite precedente es necesario considerar qué acciones se encuentran disponibles aun en el corto plazo para limitar el actual racionamiento de las PyMEs y reducir las tasas a ellas aplicables. Es preciso notar que existen soluciones que no requieren la intervención pública continua, aunque una agencia del gobierno podría allanar el camino para que sean puestas en práctica.

En particular, en lo referente al problema informativo de las PyMEs, vale la pena señalar que un costo medio mayor por peso de préstamo originado en costos fijos relativamente superiores en la obtención de información, no constituye una falla de mercado que merezca la intervención estatal. Pero sí es necesaria la intervención cuando existen economías de escala en la provisión de la misma; aquí sí aparecería como deseable la acción pública destinada a acercar a los bancos información acerca de los prestatarios eventuales y de sus proyectos ávidos de fondos de terceros.

Por otra parte, se ha señalado que entre las políticas destinadas a facilitar el acceso al crédito de las PyMEs, la creación de sociedades de garantías y las políticas de crédito directo constituirían una forma de allanar el camino de estas empresas hacia el financiamiento de los bancos. Este acápite comienza describiendo la función de las garantías y continúa luego el estudio de otras alternativas para aliviar el problema informativo.

1. LAS GARANTIAS DE CREDITO

La utilización de garantías como mecanismo de selección de prestatarios permitiría aliviar los problemas crediticios de algunas empresas, pues se reducirían los problemas de riesgo moral y selección adversa ya que constituirían el mecanismo para hacer desistir a los prestatarios más riesgosos de tomar préstamos. Estos, conociendo su elevado nivel de riesgo, serían reacios a ofrecer una garantía (para ellos valiosa) contra el préstamo. Así, los requerimientos de garantías permitirían a los bancos reducir el nivel de riesgo promedio; si además los bancos reducen las tasas de interés, podrían alentar a los prestatarios más adversos al riesgo, con disponibilidad de garantías, a tomar préstamos y así se lograría una reducción adicional del riesgo promedio de los préstamos. Existe de este modo la posibilidad de que los bancos incrementen sus retornos exigiendo garantías y reduciendo la tasa de interés.

No obstante, el aumento del rendimiento de los bancos depende de los ingresos perdidos por la salida de prestatarios riesgosos y los ingresos generados por los menos riesgosos que antes habían sido racionados. La introducción de garantías será beneficioso cuanto mayor es la proporción de prestatarios de bajo riesgo respecto a los de riesgo elevado, cuanto más

competitivo es el sistema financiero y cuanto mayor es la proporción de prestatarios de alto riesgo que terminan en procesos de quiebra.

La principal objeción que se ha realizado a la utilización de garantías como solución al racionamiento crediticio es que los prestatarios en condiciones de ofrecer garantías pueden ser menos aversos al riesgo que los que no están en condiciones de hacerlo; esto ocurre sobre todo cuando el *stock* de riqueza de los primeros se ha formado mediante acciones riesgosas. Existen, por otra parte, pequeñas empresas con un importante potencial de crecimiento cuyo valor depende largamente de activos intangibles, hecho que les impide ofrecer garantías. El resultado es que en el sentido aquí descrito, la introducción de garantías disminuiría el retorno esperado de los bancos.

Esto hace que la exigencia de garantías a las empresas PyMEs sea un obstáculo adicional en la obtención de crédito. Las sociedades de garantía recíproca son asociaciones que intentan salvar este inconveniente proveyendo garantías que cubren porciones elevadas de las financiaciones concedidas y cobran a los garantizados una cuota por tal servicio. De este modo, el riesgo que inicialmente enfrentaría el banco se comparte con la sociedad de garantía.

Pero no parece que se produzca una transformación o disminución del riesgo de financiar a una PyME, sino lo que se hace es distribuir tal riesgo. Excepto que se suponga que las sociedades de garantía están en mejores condiciones que los bancos de evaluar las PyMEs, hecho que aparentemente carecería de justificación, no hay razón para suponer que estas sociedades puedan hacer un aporte sustantivo para aliviar el problema crediticio de estas empresas.

2. SOLUCIONES A LOS PROBLEMAS INFORMATIVOS

Se ha mostrado en los capítulos 3 y 4 que detrás del problema de acceso al crédito de las PyMEs se hallan los otros del riesgo de *default* e informativo. Muchas de estas empresas tienen problemas para atender sus obligaciones financieras y los bancos no cuentan con la suficiente información como para distinguir entre los que *ex post* estarán en condiciones de pagar sus deudas de los que no lo estarán. El principal aporte que debe realizarse para facilitar el acceso al crédito de las PyMEs es entonces aliviar esos problemas que enfrentan los bancos.

El riesgo de crédito depende de las asimetrías informativas. La forma de aliviar el riesgo de crédito es desarrollar una capacidad en la selección de tomadores de fondos o delegar esta actividad a otras instituciones como las agencias calificadoras de riesgo. Por otra parte, toda medida destinada a hacer más confiable la información que proveen las firmas inducen una mejora en la asignación del crédito. Aquí entonces otra de las razones que justificarían la intervención estatal: es el caso donde, quienes deben proveer información a los bancos no internalizan el efecto que tendría sobre el conjunto de prestatarios la provisión de mejor información, que permita distinguirlos entre ellos.

Otro inconveniente que agrava los problemas de información surge de la justeza y calidad de la información vertida en los balances de las firmas, muchos de ellos fraguados y constitutivos de una serie que se elabora según los destinatarios de la información. Es éste un problema cuya solución exige que se impongan adecuadas penas a los fraudes y que aumente la posibilidad de que las prácticas mencionadas sean descubiertas y presentadas para su juzgamiento.

La mejor provisión de información se refiere a que las PyMEs, dignas de crédito, deben revelarse como buenas pagadoras y de bajo riesgo frente a los bancos. Deben poner a disposición de éstos, información precisa acerca de qué es y hacia dónde se dirige la empresa, cuáles son sus objetivos, sus perspectivas, cuáles son las diferentes coyunturas alternativas que evalúan y qué podría hacer la empresa para enfrentar cada una de ellas.

En el mercado de préstamos bancarios se utilizan a menudo las denominadas "carpetas"; es ese el lugar donde los bancos registran la información resumida de cada empresa. Para que una PyMEs digna de crédito obtenga un adecuado tratamiento crediticio deberá dedicar un esfuerzo considerable (directamente o solicitando servicios de terceros) a la confección de su propia carpeta de información. Podría incluso afirmarse que puede resultar conveniente reasignar recursos desde otras funciones hacia la presentación de información.

La elaboración del contenido de esas carpetas debería encararse, respecto de la historia de la firma, del mismo modo que quienes ofrecen servicios de trabajo elaboran su carta de presentación que es su curriculum vitae. Es necesario dejar sentado que se trata de una firma que ha sido buena pagadora, que en su cultura no se admite la violación de contratos, que conoce el ámbito donde desarrolla sus negocios y también debe descri-

birse cuáles son las etapas que la condujeron a su estado actual y cuáles fueron los factores determinantes del éxito o fracaso.

Es tan importante la información respecto de los prestatarios como la referida a los proyectos que se pretende financiar a través de los bancos. Se ha mencionado que la información que poseen los empresarios (o sus gerentes) ha sido acumulada a lo largo del tiempo a través de la experiencia en una rama de actividad particular; al acudir por financiamiento externo esa información tendría que completamente trasladarse al prestatario y esto es lo que deben procurar las PyMEs. Deben proveer datos del proyecto, de cómo se estima su conveniencia, cuáles son los factores críticos que afectan la probabilidad de éxito y qué posibilidades existen que se de cada uno de ellos.

Un aspecto importante que no puede dejar de considerarse para allanar el camino de las PyMEs hacia el crédito es conocer detrás de qué información están los bancos antes de conceder financiaciones, para luego conducirse en igual dirección. Al respecto, en Argentina, la comunicación "A" 2216 del Banco Central indica a los bancos cómo categorizar a sus deudores de acuerdo a criterios orientativos. El conocimiento de esta regulación no debería ser pasada por alto por potenciales prestatarios que buscan acceder al crédito en condiciones favorables. Al final de este capítulo se incluye un apéndice conteniendo un cuadro que resume la mencionada regulación.

Un comentario especial relacionado a la necesidad de disminuir el riesgo de crédito merece el aspecto legal de la resolución de deudas con inconvenientes de repago. Actualmente, los créditos carentes de garantías y contragarantías ejecutables que entran en *default* y deben resolverse judicialmente, pueden esperar hasta cinco años antes de recibir sentencia. Estas demoras aumentan los costos y las tasas de interés por lo que se hace deseable definir correctamente los derechos de los bancos y los prestatarios y proveer los mecanismos para que el respeto por parte de ambos sea efectivo y no quede sujeto a dilaciones de tiempo que den mayor tamaño a las pérdidas.

3. RELACIONES BANCO-CLIENTE COMO MECANISMO PARA REDUCIR ASIMETRÍAS INFORMATIVAS

Las relaciones banco-cliente que perduran en el tiempo contribuyen a mejorar las condiciones credi-

ticias. Esto sucede debido a que con el paso del tiempo se va generando información que no es fácilmente reproducible en lapsos breves, que alienta al continuo cumplimiento de compromisos de prestatarios y prestadores y que no es conveniente desvalorizarla en un instante faltando a lo pactado.

La relación que se mantiene a lo largo del tiempo entre el banquero y el deudor permite al banco acceder a información que reduce la incertidumbre acerca del tipo de deudor al que se enfrenta. Michell Petersen y Raghuram Rajan (1994) realizaron un estudio sobre el efecto de las relaciones banco-cliente sobre la disponibilidad y el precio del crédito en Estados Unidos, considerando datos de la *Small Business Administration* para firmas que contaban con menos de 500 empleados; el activo promedio de este tipo de firmas era de (según valor libros) US\$ 130.000. Entre las conclusiones halladas se destaca que una parte importante de la relación es la duración de la misma, ya que cuanto mayor es el tiempo durante el cual un deudor honra sus deudas, ello es un indicador de la viabilidad del negocio en cuestión y de la confiabilidad de sus propietarios o gerentes; para el acreedor la duración de la relación reduce el riesgo de crédito aumentando la proclividad a prestarle a esa firma en particular y la disposición de prestar a menores costos³⁹. Los *test* realizados para el conjunto de firmas mencionado indica que, por cada año que se extiende la vida de las firmas la tasa de interés se reduce 1,4 *basics points*, aunque el efecto tiende a reducirse al aumentar la duración de la vida de las firmas.

Otro estudio, llevado a cabo por Allen Berger y Gregory Udell (1994), también da cuenta de los beneficios que traen aparejados la relación banco-cliente. Este estudio mejora la información base respecto al anterior en la medida que sólo tiene en cuenta los acuerdos de crédito, de naturaleza comercial y de renovación continua y excluye los denominados *transaction driven*, contratos que se negocian una vez y para fines específicos. Los resultados en cuanto a las tasas de interés son iguales a los anteriores pues también estos autores encuentran una relación negativa entre el costo del financiamiento y la duración de la relación banco-cliente. Lo nuevo de

este último estudio es que también se comprueba estadísticamente que existe una relación negativa entre la duración de la relación y las garantías exigidas por los bancos.

Existe evidencia teórica y empírica que mantener una relación prolongada con entidades bancarias individuales mejora el tratamiento crediticio. Entonces, como empresa, conviene ser cliente de pocos y si la dimensión de la firma así lo exige, de un sólo banco; utilizar los mecanismos de pago que emite ese mismo banco, gestionar los descuentos de documentos con esa entidad y también utilizar los servicios que ofrece para atesorar liquidez temporariamente son todas acciones que permiten construir la relación banco-cliente que acarrea los beneficios más arriba comentados.

3. CONCLUSIONES

Las recomendaciones de política se agrupan en dos categorías, las asociadas a los determinantes no específicos de la escasez de crédito y las asociadas a los determinantes específicos. Entre las primeras se destacan el aliento a la monetización de la economía que en el caso de Argentina significa aumentar el valor del multiplicador monetario. Se requiere para ello sobre todo una disminución del coeficiente circulante a depósitos ya que no puede arrojarse una conclusión definitiva acerca de la optimalidad de los encajes actuales. Es decir, el público debe utilizar más los servicios ofrecidos por los bancos, tanto en materia de pagos como respecto a los activos donde atesorar riqueza.

Para la consecución de tal objetivo se requiere una mayor eficiencia en los mecanismos de pagos y una reducción de la economía subterránea. Debería mejorarse el actual sistema de compensación de obligaciones, reduciendo los costos pecuniarios y no pecuniarios de su utilización.

Por otra parte, debe procurarse un mayor desarrollo de los mercados de capitales y, sobre todo, debe alentarse el retiro de la demanda de crédito del sector público del segmento de préstamos bancarios y redireccionarla hacia esos mercados, preferiblemente internacionales.

Las medidas específicas para garantizar el acceso de las PyMEs al crédito giran en torno de asegurar la existencia de un flujo informativo entre prestatarios y prestadores del sistema financiero que permita iden-

³⁹ La posibilidad de que un mejor conocimiento acerca de un cliente se transmita a éste en forma de menores costos del crédito depende de cuánto de la información entre ambos pueda trasladarse a un tercero y del grado de competencia entre los potenciales prestadores.

tificar claramente el riesgo crediticio propio de cada prestatario de forma fácil y económica. Estas recomendaciones exigen esfuerzos por parte de los *politymakers* pero también un cambio en la concepción del vínculo cliente-banco por parte de los prestatarios

que los haga más permeables informacionalmente. Por último, se ha mostrado que las relaciones banco-cliente que perduran en el tiempo aseguran un mejor tratamiento crediticio: menores tasas y menores exigencias de garantías.

Anexo 2

CLASIFICACION DE DEUDORES SEGUN COMUNICADO A 2216 DEL BCRA

	En Situación Normal	Con Riesgo Potencial	Con Problemas	Con Alto Riesgo de Insolvencia	Irrecuperable
Definición (Según el flujo de fondos)	Capaz de atender holgadamente todos sus compromisos financieros.	Al momento puede atender todos sus compromisos, pero existen situaciones que de no ser controladas podrían comprometer la capacidad futura de pago.	Tiene problemas para atender normalmente la totalidad de compromisos financieros.	Altamente improbable que pueda atender la totalidad de sus compromisos financieros.	Las deudas se consideran incobrables.
a) Indicadores:					
Situación Financiera	Líquida	Buena y de rentabilidad	Ilíquida	Ilíquida	Mala
Endeudamiento	Bajo nivel y adecuada estructura en relación a su capacidad de pago.	Moderado.		Muy alto nivel de endeudamiento.	
Capacidad de Pago	Alta Capacidad de pago de las deudas (capital e intereses) en las condiciones pactadas.	Adecuado flujo de fondos para el pago de las deudas por capital e intereses.	El flujo de fondos no le permite atender el pago de la totalidad del capital e intereses de deudas. Puede cubrir solamente estos últimos.	Flujo de fondos manifiestamente insuficiente para cubrir el pago de intereses y eventuales acuerdos de refinanciación.	Con suspensión de pagos. Quiebra decretada o pedido de su propia quiebra.
Flujo de Fondos	No susceptible a variaciones significativas ante modificaciones de las variables de la actividad.	Tiende a debilitarse por ser sumamente sensible a las variaciones de 1 o 2 variables sobre las que existe incertidumbre. Susceptible a cambios en circunstancias vinculadas con el sector.	Escasa capacidad de ganancias. Progresivo deterioro. Alta sensibilidad a modificaciones menores y previsibles de variables significativas.	Resultados negativos en la explotación. Obligado a vender activos de importancia y materialmente de magnitud significativa.	No alcanza a cubrir los costos de explotación. Obligado a vender a pérdida activos de importancia y magnitud.
b) Pago de Obligaciones	Cumple puntualmente sin recurrir a nueva financiación.	Atrasos reducidos y ocasionales. Alguna posibilidad de incumplimiento.	Atrasos superiores a 90 días y hasta 180 días.	Atrasos superiores a 180 días y de hasta 1 año.	Atrasos superiores a 1 año. Cuenta con refinanciación de capital e intereses y con financiación de pérdidas de explotación.
c) Dirección.	Calificada y honesta, muy profesional y técnica, con adecuados sistemas de control interno.	Calificada y honesta.	De poca capacidad y/o experiencia y/o honestidad poco clara y/o débil y/o con sistemas de control interno objetables.	Incompetente/o deshonesto. Descontrol de los sistemas internos.	Incompetente y/o deshonesto y/o capaz de realizar actos fraudulentos. Nulo control interno.

Continúa...

CLASIFICACION DE DEUDORES SEGUN COMUNICADO A 2216 DEL BCRA

Continuación

	En Situación Normal	Con Riesgo Potencial	Con Problemas	Con Alto Riesgo de Insolvencia	Irrecuperable
d) Sistemas de Información.	Adecuado. Permite conocer en forma permanente la situación económico-financiera de la empresa. La información es consistente y está actualizada.	Idem anterior. Puede haber algunos atrasos en su presentación.	No del todo adecuado. Dificulta conocer con exactitud la real situación económico-financiera del cliente. La información no es totalmente consistente y no existe un proceso de actualización adecuado.		Inadecuado: Idem anterior.
e) Sector de la Actividad Económica y/o Ramo del Negocio.	Tendencia futura aceptable. (En cuanto demanda y relación utilidad - ingresos)	La tendencia futura presenta aspectos cuestionables, (Posibilidad de baja de ingresos, aumento de competencia o costos de estructura).	Tendencia futura no firme. Perspectiva de disminución de ingresos, reducción de demanda.	Pobre tendencia futura. Perspectiva de ingresos y beneficios escasos o negativos.	Sector o ramo de negocios en extinción.
f) Rendimiento respecto del Sector	Por encima de la media del Sector y altamente competitivo.		Bajo la media del Sector. Dificultades para enfrentar la competencia.	Muy por debajo de la media.	Ubicado en la porción más baja de su sector, no hallándose en condiciones para competir.
g) Otros: (Particularidades)		Mantiene Convenios de Pago resultantes de Concordatos Judiciales Homologados .	Mantiene Convenios de Pago resultantes de Concordatos Judiciales Homologados .		
			Cuenta con refinanciaci ones reiteradas y sistemáticas del capital adeudado.	Cuenta con refinanciaci ones reiteradas y sistemáticas del capital adeudado y de los intereses devengados.	
			Atrasos recurrentes . Incumplimiento de más de 90 días.	Se encuentra permanentemente atr asado. Incumplimientos superiores a 180 días.	
				Haya sido demandado judicialmente por la entidad para el cobro, solicitado el concurso preventivo, o se le ha requerido su quiebra.	

Capítulo 6

Conclusiones finales

En todas las economías existen unidades de gasto deficitarias y unidades de gasto superavitarias, cuyo bienestar aumenta si pueden intercambiar poder de compra entre ellas. Los sistemas financieros facilitan ese intercambio, lo hacen menos costoso e incrementan el bienestar de la economía. La organización de los mismos puede dar mayor importancia relativa a los intermediarios financieros, como los bancos o al mercado, según las ventajas relativas que se encuentren en uno y otro mecanismo. No obstante, la literatura económica no ha dado una conclusión definitiva acerca de si la banca o el mercado cumplen mejor la función de poder facilitar las transacciones, entre unidades deficitarias y superavitarias de gasto. Entre las economías desarrolladas, algunas poseen un mercado de capitales más desarrollado que otras; así contrasta, por ejemplo, el sistema financiero de Canadá y Estados Unidos con el de Japón y Alemania.

Si bien no existen conclusiones teóricas definitivas de la superioridad de la banca o el mercado, sí es cierto que en las economías desarrolladas y, en mayor medida en las en desarrollo, el mercado es una pobre fuente de fondos externa para las firmas, acentuándose este fenómeno cuando se reduce el tamaño de las empresas. La evidencia argentina corrobora la experiencia internacional, ya que es posible mostrar que la fuente primaria de fondos de las empresas, tanto para llevar adelante emprendimientos específicos o como para financiar las operaciones corrientes, provienen de ahorros propios, siendo menor la participación de los fondos captados a través de los bancos y los mercados de capitales. Entre estos dos, también en Argentina, se repite el patrón comentado en cuanto a la provisión de recursos externos, ya que casi todo el financiamiento de las empresas es provisto por los bancos. Otros intermediarios financieros poseen una importancia casi nula en la provisión de fondos.

Lo que constituye un hecho particular de la economía argentina es la magnitud de los diferenciales de tasas entre empresas de distinta dimensión. Por el financiamiento bancario, mientras que las empresas *prime* argentinas pagan tasas casi iguales a las de sus pares americanas, las empresas *no prime* pagan tasas considerablemente superiores. Los *spreads*, según el tamaño, pueden ir más allá de los 15 puntos porcen-

tualés, una situación que contrasta con la de las PyMEs americanas para las cuales, en promedio, el diferencial de tasas no supera el 2%. Este hecho particular es el que se ha intentado explicar a lo largo de este trabajo.

Hasta hace poco tiempo atrás se citaba a menudo como explicación del costo del crédito PyMEs la escasez agregada de crédito del país o indirectamente a los elementos que desencadenan esta situación. Respecto a la disponibilidad de financiamiento global del país provista por los bancos, se ha mostrado, por un lado, que el nivel actual de crédito es el máximo histórico sostenible que sólo ha sido superado en cortos períodos de inestabilidad macroeconómica. Pero, por otro lado, se vio que comparando Argentina con otros países, tanto en desarrollo como desarrollados, es posible concluir que la capacidad crediticia puede ser ampliada: en Argentina los intermediarios financieros ofrecen préstamos por aproximadamente 22% del producto; en los países latinoamericanos considerados, este porcentaje es del 44% y en los países desarrollados de la muestra es igual al 105%.

Los multiplicadores monetarios permiten aproximarse a las explicaciones para tal estado de cosas. A través de ellos se puede ver que la reducida disponibilidad relativa de crédito del sistema financiero argentino no se debe tanto a un bajo nivel de base monetaria sino más bien al reducido valor del multiplicador del crédito. Esto evidencia un bajo nivel de monetización de la economía y de bancarización de la población, por un lado, y un coeficiente de reservas elevado, por otro. La inestabilidad macroeconómica pasada y las medidas de carácter confiscatorio para los ahorristas tomadas en el pasado son las causas últimas de ese estado de cosas. En este sentido, son deseables la continuidad de la estabilidad macroeconómica, el fortalecimiento del sistema financiero y otras medidas microeconómicas dispuestas para aumentar la monetización, como el pago de salarios vía cajeros automáticos o el diseño de mecanismos más eficientes en materia de compensación de obligaciones y pagos de servicios.

Existen otras explicaciones adicionales que se suman a las anteriores sobre la escasez agregada de crédito de la economía argentina. En particular, se ha revisado en este trabajo la tasa agregada de ahorro, el

desplazamiento efectuado por la demanda de crédito del sector público, la eficiencia del sistema bancario y las regulaciones impuestas al mismo.

Sobre la tasa de ahorro, está demostrado que, en presencia de racionamiento, su incremento afecta sobre todo al volumen de financiamiento y no a las tasas de interés, por lo que cabría esperar que de continuar el aumento del ahorro de los años pasados recientes, la magnitud del racionamiento de las PyMEs se reduzca por esta vía. Si se quisiera avanzar sobre políticas específicas para alentar el ahorro, no debería pasarse por alto la experiencia internacional, que indica que han sido más efectivas las políticas indirectas que proceden a través de las reformas estructurales, incluidas la liberalización de los segmentos de los mercados de capitales de largo plazo y la estabilidad macroeconómica, que otras específicas de carácter microeconómico.

El desplazamiento que el sector público le infringe al sector privado en los mercados de crédito es significativo para Argentina, pudiendo afirmarse que si la demanda de crédito del sector público se redujese a la mitad, el sector privado de la economía podría acceder, al menos, a un mayor volumen de préstamos por \$ 9.400 millones (17,9% del *stock* actual). El incremento podría ser mayor si se considera que habría otros efectos que procederían vía las tasas de interés, por tratarse de la asignación de un "bien" escaso a través de un mercado donde compiten los dos sectores, el público y el privado. Se hace deseable entonces que el sector público demande crédito a través de los mercados de capitales y no del sistema bancario, pues las firmas privadas desplazadas no pueden acceder a tales mercados, siendo ésta una medida global con impacto inmediato a disposición del gobierno.

La eficiencia del sistema bancario afecta la disponibilidad de crédito a través de la mayor utilización de los servicios bancarios por parte del público y vía la mejor asignación del financiamiento. En este sentido podría afirmarse que la presencia de bancos extranjeros contribuye a desterrar prácticas ineficientes en la operación de los bancos y que esto se refuerza en el caso de la ola de adquisiciones recientes por parte de operadores experimentados del resto del mundo. Las utilidades recientes de los bancos considerados conjuntamente no parecen indicar que éstos estén obteniendo beneficios elevados, pudiéndose obtener otro indicador de una aparente normalidad en los beneficios a partir de la confrontación de los

indicadores de los bancos de primera línea que cotizan en bolsa con otras firmas cotizantes. Entre los bancos locales, es menor la eficiencia desde el punto de vista de la evaluación crediticia, a juzgar por el porcentaje de préstamos morosos que poseen una participación en el total de financiamiento significativamente superior a la de los bancos extranjeros que operan en el país.

Finalmente, existen dos clases de regulaciones a las que están sujetos los bancos, las que son impuestas por el Banco Central y los impuestos que gravan la actividad. Entre las primeras, la regulación de mayor incidencia sobre el costo del crédito son los encajes, aunque su efecto no resulta significativo en Argentina debido a que los mismos están actualmente remunerados. Por su parte, los impuestos tendrían una incidencia de aproximadamente dos puntos porcentuales sobre las tasas activas implícitas del sistema, según un estudio realizado recientemente por Rivas y Vicens (1995).

Con los elementos hasta aquí descriptos, la evolución reciente de la economía y las perspectivas para el futuro, se puede concluir que la brecha entre la disponibilidad de crédito de Argentina y otros países, tenderá a reducirse en el mediano/largo plazo. La monetización de la economía ha aumentado, ha crecido la tasa de ahorro, la bancarización de la población va también en franco crecimiento y la eficiencia del sistema bancario no sólo ha mejorado en los últimos dos o tres años, sino que también se ve reforzada por el arribo de entidades financieras de primer nivel en el mundo. De continuar esta tendencia, no es aventurado concluir que para el año 2000 el *stock* agregado de crédito del país sea cercano a los \$ 100.000 millones.

Si bien el *stock* agregado de crédito actual de Argentina es relativamente inferior al de otras economías, no es ésta una razón que permita explicar completamente el costo del crédito de las PyMEs ni el racionamiento que sufren en el mercado de financiamiento bancario. El hallazgo de otros elementos explicativos de la situación de las pequeñas y medianas empresas argentinas es lo que permite formular tal proposición. A esos otros elementos se los llamó determinantes específicos de la disponibilidad y costo de los créditos PyMEs a lo largo de este trabajo. El primer indicio que condujo a la búsqueda de los mismos fue el contraste entre el costo del crédito de las *prime* por un lado, con precios similares a los del resto del mundo, y el de las PyMEs por otro, con

precios que anulan la factibilidad de muchos proyectos.

El punto de partida para estudiar esos determinantes específicos es la aceptación de los bancos como firmas multiproducto maximizadoras de beneficios. En este contexto, una de las condiciones necesarias para que los beneficios bancarios sean máximos está dada por la igualdad de los ingresos marginales y los costos marginales de producción de cada producto; otra, aplicable al caso de múltiples tipos de préstamos, es que los beneficios marginales de cada uno de ellos deben ser iguales.

Esta última condición hace que no existan razones *a priori* que justifiquen algún tipo de racionamiento para las PyMEs o para que se le carguen a las mismas precios diferenciales. La competencia entre los bancos limita la capacidad del sistema para separar a las pequeñas y medianas empresas. Se hace necesario entonces identificar las causas que a la postre arrojan como resultado el tratamiento crediticio diferencial para las mismas. Entre los principales candidatos surgen casi naturalmente los costos que originan los *defaults* de algunos prestatarios y las limitaciones informacionales que pueden aparecer en la relación banco—tomador de fondos.

De la ecuación de intereses mostradas anteriormente surge claramente que quienes observen un riesgo de *default* superior tienen que pagar tasas de interés superiores. Esto es debido a que el no pago de préstamos, ya sea del capital o de los intereses, infringe un costo para los bancos que, a su vez, pasan a sus prestatarios cobrando mayores tasas de interés. Si no lo hiciesen, los beneficios y la probabilidad de sobrevivencia en el largo plazo de los bancos se verían seriamente y negativamente afectadas.

Considerando la relación existente entre las tasas libres de riesgo, el riesgo de *default* y las tasas efectivas aplicables a los préstamos, no resultan difíciles de explicar tasas cercanas al 20% anual, a partir del margen de incobrabilidad actual de los bancos argentinos y las tasas *prime* consideradas como libres de riesgo. En otras palabras, el margen de incobrabilidad que estarían observando los bancos argentinos es una de las causas que los conducen al cobro de elevadas tasas de interés.

Existe, no obstante, un límite superior a la fijación de tasas de interés impuesto por los problemas informativos que dan lugar a los de riesgo moral y selección adversa. Al aumentar las tasas, los bancos obtienen un efecto positivo sobre sus ingresos, por-

que los prestatarios abonan precios superiores, pero también uno negativo, porque el riesgo medio de los proyectos aumenta y la aversión al riesgo promedio de los clientes desciende y con ello los ingresos de los bancos también decaen. Cuando el efecto negativo supera al positivo, a los bancos no les conviene continuar incrementando las tasas de interés. Por otra parte, si a esa tasa máxima, la cantidad demandada de crédito supera a la ofrecida, aparecerá el racionamiento de crédito como comportamiento óptimo de los bancos; con ello, algunos prestatarios reciben crédito y a otros se le es negado mediante diferentes mecanismos.

El estado de financiaciones de los bancos, especialmente el de los bancos cooperativos cuyo principal segmento de clientes son PyMEs, componiendo casi exclusivamente con ellas la cartera de préstamos comerciales, muestra la severidad de los problemas de *default* de esas firmas. La participación de la cartera en mora de estos bancos duplica a la de los bancos privados nacionales y es 12,8 puntos porcentuales superior a la de los extranjeros.

Sumado a lo anterior, la tasa de rotación de las empresas PyMEs es también superior a la de otro tipo de firmas, no sólo en nuestro país sino en todas las economías. En Argentina, desde el lanzamiento del Plan de Convertibilidad, han desaparecido más de 5.600 firmas (según los registros de la Capital Federal), mayoritariamente de menor dimensión a juzgar por la magnitud del patrimonio promedio de las mismas. El proceso de transformación que vivió la economía argentina en los 90 acentuó la tasa de mortalidad de las PyMEs y esto introduce una incertidumbre adicional para los bancos que deben seleccionar muy cuidadosamente las firmas que permanecerán en actividad en el futuro.

Por otra parte, además de los costos de *default*, existen problemas informativos que afectan sobremanera a las empresas pequeñas y medianas. De los comportamientos maximizadores de beneficios de los bancos se deduce, además, que los prestatarios cuyo análisis crediticio exija más tiempo y esfuerzo y de aquí mayores gastos administrativos, deberán pagar tasas de interés más altas para compensar el mayor sacrificio de recursos necesario para atender su financiamiento. Es claro que si existen costos fijos de evaluación y, ciertamente muchos de ellos los son, a medida que se reducen los montos de los préstamos, el costo de *screening* por peso de préstamo se hace mayor.

Al anterior, es preciso adicionar otro problema informativo, el cual está dado por la dificultad para evaluar crediticiamente a las PyMEs que, a su vez, resulta directamente afectado por la ausencia de información de las mismas. Esta escasez de información y la baja calidad de la misma provienen, por un lado, de la menor necesidad de generarla por parte de las PyMEs en relación a las corporaciones y, por otro, de un largo periodo donde dicha generación era prácticamente irrelevante ya que existían otras formas de financiamiento en los mercados informales de crédito. Los problemas principales de las firmas giraban en torno a cómo hacer que la inflación y la inestabilidad macroeconómica generasen resultados positivos; cómo reducir el costo del crédito era un problema de mucho menor importancia.

El déficit informativo actual de nuestro país afecta especialmente a las PyMEs para quienes elaborar flujos de fondos, actuales y proyectados, planear el negocio futuro e indagar las variables críticas del éxito comercial resultaron por siempre herramientas de gerenciamiento innecesarias y cuya disposición actual es condición *sine qua non* para la obtención de crédito a tasas reducidas. Existe, además, un problema por el lado de los bancos, dada la relativa incapacidad para evaluar prestatarios, que ha sido también generada por la coyuntura económica vivida en las últimas décadas, donde el mercado de préstamos a empresas estuvo poco desarrollado y donde la clave para el éxito de los proyectos estaba vinculada con la posición frente a la inflación de los mismos o el aprovechamiento de protecciones espe-

cíficas o de subsidios provistos por el Estado. Esto hace que los bancos no cuenten hoy con un apropiado método, de personal especializado, ni una gimnasia adecuada a las circunstancias de los mercados de crédito en materia de evaluación de prestatarios y emprendimientos.

No obstante, los elementos que se han mencionado como determinantes de las actuales tasas PyMEs revisten carácter temporario, es decir que es de esperar que desaparezcan en el tiempo. Transcurridas las actuales reformas estructurales de la economía argentina, definido de forma más clara el perfil de los distintos sectores productivos, es altamente probable que la tasa de *default* de las empresas decaiga. Además, la experiencia en el manejo de las relaciones banco-cliente hará aumentar la importancia asignada a la información; las firmas verán los incentivos para generarla de forma adecuada y ajustada a la realidad y los bancos habrán adquirido la experiencia en el análisis crediticio que la actual coyuntura reclama. Sumado a esto, el desarrollo de empresas privadas dedicadas a la acumulación de información crediticia pretérita, así como el fortalecimiento de las centrales de riesgo del Banco Central, no hacen más que indicar que las razones expuestas como generadoras del tratamiento crediticio diferencial de las PyMEs irán disminuyendo su importancia en el mediano plazo y, con ello, el costo del crédito para estas empresas. Por cierto, no en todos los casos, sino cuando se trate de empresas que efectivamente sean y, a la vez, se manifiesten como “buenas pagadoras” y de bajo riesgo.

Bibliografía

- Allen, Franklin: "Stocks Markets and Resource Allocations"; in *Capital Markets and Financial Intermediation*, Colin Mayer and Xavier Vives ed.; Center for Economic Policy Research. Cambridge University Press. 1992.
- Arnaudo, Aldo: "La Política Monetaria Argentina desde la Convertibilidad". Instituto y Universidad Torcuato Di Tella, Agosto. 1995.
- Berger, Allen and Gregory, Udell: "Lines of Credit and Relationship Lending in Small Firm Finance", Working Paper N° 113, The Jerome Levy Economics Institute, Bard College. 1994.
- Boyd and Gertler: "Are Bank Dead? or Are Reports Greatly Exaggerated?" Federal Reserve Bank of Minneapolis. Quarterly Review. Summer pp. 2-23. 1994.
- Boyd, John and Edward Prescott: "Financial Intermediary Coalitions". *Review of Economic Studies*, Vol. 38; pp. 323-40. 1986.
- Mayer Colin: "Financial Systems, Corporate Finance and Economic Development"; in R. Glenn Hubbard, *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*; NBER, The University of Chicago Press. 1990.
- Dennis, William J. Jr., William C. Dunkelberg, and Jeffrey S. Van Hulle: "Small Business and Banks: The United States". National Federation of Independent Business. Washington D.C. 1988.
- Diamond, Douglas: "Monitoring and Reputation: The Choice Between Bank Loan and Directly Placed Debt". *Journal of Political Economy*, Vol. 99, pp 689-721. 1991.
- Diamond, Douglas: "Financial Intermediation as Delegated Monitoring: A Simple Example"; *Economic Quarterly*. Federal Reserve Bank of Richmond; Vol. 82, Number 3. Summer, 1996.
- Elston, Julie Ann: "Investment, Liquidity Constraint and Bank Relationships: Evidence From German Manufacturing Firms". Centre of Economic Policy Research, Discussion Paper N° 1329. January 1996.
- FIEL: "El Sistema Bancario y Financiero Argentino"; en *Sistemas Bancarios y Financieros en América Latina*, CIEDLA. Buenos Aires, 1995.
- FIEL: "Las Pequeñas y Medianas Empresas en la Argentina". FIEL, 1996.
- Forum Report of the Economic Policy Initiative: "Banking Sector Development in Central and Eastern Europe", Center of Economic policy Research, London, March 1996.
- Frankel and Montgomery: "Financial Structure: An International Perspective". *Broking Papers on Economic Activity*, pp 257-310. 1991.
- Fry, Maxwell: "Money, Interest, and Banking in Economic Development". Second Edition. The John Hopkins University Press. London and Baltimore. Part III. 1995.
- Hodgman, Donald R.: "Credit Risk and Credit Rationing" *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. LXXIV, N° 2. May 1960.
- Hoshi, Takeo; Anil, Kashyap and David Scharfstein: "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups"; *The Quarterly Journal of Economics*. pp. 33-60. February, 1991.
- Hubbard, R. Glenn: "Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment". Chicago, University of Chicago Press. 1990.
- Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Departamento de Investigaciones Económicas: "Propuestas para la Reducción de la Tasa de Interés". Julio 1996.

Jaffee Dwight M. and Thomas Rusell: "Imperfect Information, Uncertainty, and Credit Rationing". *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 651-666. 1976.

Jmaes, Christopher: "Some Evidence of the Uniqueness of Bank Loans". *Journal of Financial Economics*, Vol. 19 pp. 217-35. 1987.

Peek, Joe and Rosengren, Eric E.: "The Capital Crunch: Neither a Borrower nor a Lender Be"; *Journal of Money Credit and Banking*; Vol. 27 N° 3; pp. 625-638. August, 1995.

Kashyap, Anil K.; Stein, Jeremy C. and Wilcox, David W.: "Monetary Policy and Credit Conditions: Evidence from the Composition of External Finance"; *American Economic Review*; pp. 78-98. March, 1993.

Leland, H. and Pyle, D.: "Information Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation". *Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-388. 1977.

Michael Discroll: "Credit Rationing in Europe", capítulo 4 de *European Banking*, by Andy Mullineaux ed., Balckwell. 1992.

Mondschean, Thomas S. and Opiela, Thimothy P.: "Banking Reform in a Transition Economy: The Case of Poland". *Economic Perspective*. Federal Reserve Bank of Chicago. March/April; 1997.

Mühleisen, Martin: "Improving India's Saving Performance", *IMF Working Paper*, WP/97/4. January; 1997.

Petersen, Mitchell A. y Raghuram, Rajan G.: "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data". *The Journal of Finance*; Vol. XLIX, N° 1. March, 1994.

Rivas, Carlos y Vicens, Mario: "El Costo del Crédito en Argentina". *Manuscrito*. 1994.

Sheppard D. K. and Barret C. R.: "Financial Credit Multipliers and the Availability of Funds". *Economica*; Vol. XXXII, N° 126. May, 1965.

Sinke, Joseph Jr.: "Commercial Banks and Financial Management in the Financial Service Industry". *Macmillan*. 1992.

Slovin, Myron Shane A. and John Glascock: "Firm Size and the Information Content of Bank Loan Agreements"; *Journal of Banking and Finance*, Vol. 18; pp. 1057-71. 1992.

Prowse, Stephen D.: "Corporate Finance in International Perspective: Legal and Regulatory Influences on Financial System Development"; *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Dallas, Third Quarter. 1996.

Stiglitz, Joseph and Weiss, Andrew: "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information". *The American Economic Review*. Vol. 71. N° 3. June, 1981.

Tobin, James: "On the Efficient of the Financial System", *Lloyds Bank Review*. 1984.

Vale, Bent: "Four Essays on Asymmetric Information in Credit Markets", by Bent Vale; *Norges Bank*, 1992.

Wang, Cheng and Williamson, Stephen: "Adverse Selection in Credit Markets with Costly Screening"; forthcoming, 1993.

World Bank; *World Development Report 1989*. Oxford University Press. 1989.

Cuadernos publicados

1. Evolución de las Finanzas Públicas de la Provincia de Buenos Aires 1970-1993.
2. Estimación de la actividad económica de la Provincia de Buenos Aires para el año 1992: Valor Bruto de Producción y Valor Agregado.
3. Propuesta para un Sistema Tributario Federal.
4. Estudio sobre el servicio de recolección de residuos en la Provincia de Buenos Aires.
5. Servicio Alimentario Escolar: diagnóstico y propuesta.
6. Gasto público provincial y municipal por partidos de la Provincia de Buenos Aires.
7. El Programa de Descentralización Administrativa Tributaria en la Provincia de Buenos Aires.
8. Impacto distributivo del gasto público provincial y municipal en la Provincia de Buenos Aires.
9. La educación en la Provincia de Buenos Aires. Aspectos de su desempeño reciente y la asignación de recursos presupuestarios en el sector.
10. Coparticipación a Municipalidades de la Provincia de Buenos Aires.
11. Comercio minorista en el canal de autoselección.
12. Productividad de los insumos públicos y de la infraestructura. Una evaluación de equilibrio general para la economía argentina y para la Provincia de Buenos Aires.
13. Niveles de Desarrollo Económico por Provincias: Indicadores y Evolución Intertemporal.
14. Dos problemas de Finanzas Públicas: El crecimiento del Gasto Público y las potestades del endeudamiento provincial.
15. Estudio sobre Finanzas Provinciales y el Sistema de Coparticipación Federal de Impuestos.
16. Procedimientos de Contrataciones en el Sector Público.

17. Sector Agropecuario Bonaerense: Evolución período 1992-1996.
18. El Sistema de Salud en Argentina.
19. Evolución y perspectivas del Sector Público Municipal Bonaerense.
20. La asistencia a la producción en la Provincia de Buenos Aires. Situación actual y una propuesta de trabajo.
21. Argentina-Brasil: condiciones para la inversión extranjera.
22. Concentración Territorial de la Industria en Argentina.
23. Estructura y rendimiento de los sistemas tributarios de Argentina y de algunos países seleccionados de América Latina y OECD.
24. Mensajes de los Gobernadores de la Provincia de Buenos Aires a la Honorable Asamblea Legislativa: 1881-1905.
Tomo I: 1881-1889 Tomo II: 1890-1896 Tomo III: 1897-1905
25. Empleo y desempleo en Argentina.
26. Efectos de medidas de política económica sobre el empleo regional.
27. El mercado laboral en Argentina. Diagnóstico y políticas.
28. La industria farmacéutica argentina ante el nuevo contexto macroeconómico, 1991-1996.
29. El viejo y el nuevo Estado.
30. Dificultades para la obtención de financiamiento en el sistema financiero argentino. El caso de las PyMEs.

Cuadernos de Economía es una serie que tiene por objeto difundir estudios de utilidad para la gestión de las finanzas públicas provinciales; se invita a quienes deseen contribuir en este sentido, a proponer trabajos para su publicación. A tal fin, deben dirigirse a: Sr. Coordinador de la serie "Cuadernos de Economía" Lic. Francisco Miguel Payo - Calle 8 entre 45 y 46, 3º Piso - Oficina N° 131, La Plata - Teléfono (021) 29-4565 fax (021) 29-4566.