

# **PRESION FINANCIERA Y DESEMPEÑO DE LAS PyMEs**

Pymes

LIC. DAMIAN SALLOUM.

Area I: El Marco Económico y Financiero de las

Las PyMEs y su financiamiento.

Licenciado Damián Salloum. Docente Departamento de Economía Universidad Nacional del Sur. E-mail: [dsalloum@criba.edu.ar](mailto:dsalloum@criba.edu.ar). Bahía Blanca. Junio 2000.

# PRESIÓN FINANCIERA Y DESEMPEÑO DE LAS PYMES

<b>INTRODUCCIÓN</b>	<b>3</b>
<b>LA INTERMEDIACIÓN FINANCIERA.</b>	<b>5</b>
La intermediación financiera en Argentina	6
<b>II . PRESIÓN FINANCIERA Y DESEMPEÑO DE LAS FIRMAS.</b>	<b>17</b>
Equilibrio en mercados financieros imperfectos.	20
Equilibrio financiero de las empresas.	22
<b>CONCLUSIONES</b>	<b>28</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA.</b>	<b>30</b>

## Introducción

A partir de la reforma económica de los 90 y en especial desde el Plan de convertibilidad, el sistema bancario y financiero argentino ha sufrido una serie de transformaciones orientadas a su modernización y, sobre todo, a su consolidación frente a shocks externos y crisis de confianza.

Esta transformación se viene llevando a cabo bajo la supervisión y dirección del Banco Central de la República Argentina (BCRA). En septiembre de 1992 una ley puso en vigencia la Carta Orgánica del BCRA, otorgándole autonomía con la obligación de rendir cuentas únicamente ante el Senado de la Nación. Según este estatuto, el BCRA tiene como principal cometido la defensa de la estabilidad monetaria. Adicionalmente debe regular la cantidad de dinero, supervisar el sistema bancario, administrar las reservas y actuar como agente financiero del gobierno nacional. Bajo el estatuto, las atribuciones para actuar como prestamista de última instancia fueron acotadas significativamente.

Estas normas y en especial las referentes a la regulación y a la supervisión prudencial, se mostraron eficientes para paliar los efectos de las crisis del año 95 y del año 97, y refuerzan el sendero de concentración bancaria que en la argentina se venía registrando desde fines de los 80.

Quizás el elemento más notable del nuevo diseño del mercado financiero es la evolución de las tasas de interés activas y la permanencia, luego de la estabilización de precios obtenida con el plan de convertibilidad de 1991, de un nivel de spread considerablemente más alto que el de economías desarrolladas.

Por otro lado, un aspecto desarrollado recientemente en la literatura es el análisis de la conducta de las empresas cuando se enfrentan a algún tipo de presión financiera asociada a una política monetaria dura. El foco general del área es el impacto de las

limitaciones/restricciones financieras sobre las inversiones de capital, incluyendo capital fijo e inventarios.

Frente a estas dos vertientes de estudio, el objetivo del trabajo es arrojar alguna evidencia sobre los costos del proceso de intermediación en Argentina y su influencia sobre las finanzas de las empresas.

La hipótesis propuesta sugiere que el alto costo del financiamiento de los mercados financieros menos desarrollados afecta el "corporate finance" de las empresas que se enfrentan a dichos mercados. La presión financiera ejercida por el alto costo, puede ser un determinante del bajo nivel de uso de la deuda bancaria que presenta este segmento de empresas. Una de las principales consecuencias es que el costo financiero incide relativamente poco la rentabilidad de las inversiones debido al bajo nivel de endeudamiento e impone a su vez una restricción que induce al autofinanciamiento.

El trabajo consta de dos partes claramente diferenciadas. En la primera de ellas se desarrollan aspectos relacionados con la estructura del mercado financiero argentino y sus costos de intermediación. En la segunda parte se desarrolla un modelo intuitivo de la conducta de los bancos y la respuesta de equilibrio financiero de las empresas, con particular atención a las Pequeñas y Medianas (PyMEs).

## **La intermediación financiera.**

La intermediación financiera abarca un amplio conjunto de operaciones e instrumentos tendientes a resolver la necesidad de dotar a la economía de un medio o mecanismo de transacciones así como posibilitar la transferencia de recursos de unidades superavitarias (ahorradoras netas) a deficitarias (en las que el gasto supera al ingreso).

Dentro de este segmento requiere particular atención el rol de las empresas de intermediación financiera que se especializan en ofrecer el servicio de facilitar transacciones con débitos y créditos simultáneos y un proceso de intermediación que implica la recuperación de los recursos comprometidos en la misma unidad de cuenta, al tiempo que respetando el costo de interés comprometido.

Estas entidades cumplen esa función cobrando comisiones implícitas o explícitas y un margen de intermediación. La función de costos de las mismas dependerá de la magnitud, frecuencia y estandarización de las operaciones, así como también del peso de las regulaciones que sobre ellas se apliquen, de la calidad y cantidad de recursos que utilicen y de la eficiencia con los que estos sean administrados.

La ventaja que disponen estas entidades respecto a un agente individual consiste en que pueden realizar un “pool” de riesgos y acumular información sobre deudores y acreedores que permite minimizar los costos de intermediación así como los problemas de riesgo moral y selección adversa propios de actividades que comprometen recursos y conductas futuras.

Normalmente estas entidades están sujetas a un régimen regulatorio muy exigente para garantizar y extremar la cobertura eficaz de riesgos, ya sea de crédito, liquidez, tasa de interés o moneda. La regulación procede por el riesgo de fuertes externalidades y crisis de confianza que se vinculan a las quiebras o liquidaciones financieras.

## La intermediación financiera en Argentina

### Evolución del sistema bancario.

El proceso de concentración bancaria se caracterizó por la fusión y absorción de entidades, por la privatización de la banca pública provincial y significativamente, por la compra de grandes bancos locales por entidades financieras extranjeras.

### **Cuadro No 1. Evolución de las Entidades Financieras.**

	AI 30/9/96	AI 30/9/97	AI 30/4/98	AI 30/7/98
<b>Bancos Públicos</b>	<b>23</b>	<b>20</b>	<b>19</b>	<b>17</b>
Nacionales	3	3	3	3
Provinciales	16	13	12	11
Municipales	4	4	4	3
<b>Bancos Privados</b>	<b>98</b>	<b>96</b>	<b>92</b>	<b>91</b>
B. Comerciales	73	72	69	68
Cooperativos	8	7	6	6
B. Extranjeros	17	17	17	17
<b>Total de Bancos</b>	<b>121</b>	<b>116</b>	<b>111</b>	<b>108</b>

Fuente: B.C.R.A.

Durante 1998, 20 bancos concentraron el 80% de los créditos implementados por descuentos de documentos y descubiertos en cuenta corriente y el 100% de los créditos hipotecarios. La concentración en los préstamos personales y prendarios fue algo menor.

Fuente: B.C.R.A.

Una característica del sector fue su baja tasa de ganancia. Por ejemplo entre julio de 1996 y julio de 1997 este indicador fue del 7% en promedio para el sistema (como porcentaje del patrimonio neto). Los bancos públicos exhibían un porcentaje menor, del 5,2% y los bancos privados uno mayor, del 8.2%. Existía a su vez, una alta dispersión entre bancos privados: 35% de los bancos privados (pequeños) mostraban pérdidas en sus balances.

El proceso de concentración bancaria es coincidente con el interés que despierta el mercado argentino para los bancos extranjeros al considerarse que el país exhibe un bajo nivel de bancarización por habitante, dando lugar a posibilidades de rápido crecimiento del mercado y aumento de la tasa de ganancia. En el cuadro adjunto se indica el tamaño de la operatoria de ahorro y préstamo y su grado de concentración.

## Cuadro No 2. Estructura del Sector Financiero.

	Dic-95	Dic-96	Dic-97	Dic-98
<b>Total Entidades Financieras</b>	158	147	138	131
<b>Públicas</b>	29	20	20	19
<b>Privadas</b>	129	127	118	112
<b>Cuentas Corrientes (a)</b>	1696	1881	2269	2673
<b>Cajas de Ahorro (a)</b>	6040	6712	8662	10872
<b>Plazos Fijos(a)</b>	1303	1521	1632	1777
<b>Operaciones a Crédito (a)</b>	4500	5518	1632	1777
<b>10 Primeros Bancos</b>				
<b>Depósitos (% del Total.)</b>	36.3%	36.3%	39.5%	39.2%
<b>Patrim. Neto (% del Total)</b>	24.5%	26.5%	30.8%	39.2%
<b>Prestamos (% del Total)</b>	32.4%	36.8%	40.0%	42.0%

Fuente: Banco Central

(a) En miles

Los primeros 10 Bancos son: Banco de Galicia y Buenos Aires, Banco Río de la Plata, BankBoston National Association, Banco Francés del Río de la Plata, CitiBank H.A., HSBC Banco Roberts S.A., Banco Bansud S.A., Banco Crédito Argentino S.A., Banca Nazionale del Lavoro S.A., Bank of America Nat. Trust and Saving.

### Estructura del Crédito.

La reconversión del sistema bancario argentino sugiere que la estructura actual de crédito no se corresponde necesariamente con la que prevalecerá en el largo plazo. En efecto, la desaparición de bancos chicos y/o regionales implicaría la pérdida pasajera de información crediticia que derivaba de la relación cliente-sucursal exclusiva; la reestructuración de las sucursales del interior para servir matrices más grandes requiere tiempo de ajuste; la aparición de nuevos instrumentos de crédito a medida que evoluciona el marco normativo y judicial implica la aparición de nuevos mercados (leasing, hipotecas y securitización, etc.) y sobre todo el aumento de los depósitos incrementará la capacidad prestable del sistema, reduciendo el costo del fondeo y adelantando el desarrollo de los tramos del mercado dónde la relación tasa de ganancia-riesgo es todavía adversa para asegurar una oferta fluida.

## Cuadro No 3. Préstamos por Tamaño y Tipo (%).

	IV-96	IV-97	IV-98
Por Tipo			
<b>Comercial</b>	62	64.2	64.2
<b>Consumo y Vivienda</b>	38	35.8	35.8
<b>Por Tamaño</b>			
<b>menor a \$ 50.000</b>	25.3	25	25
<b>Desde \$ 50.000 a \$ 200.000</b>	12,7	12.4	12,4
<b>desde \$ 200.000 a \$ 1.00.000</b>	12,6	12.2	12,2
<b>más de \$ 1.000.000</b>	49,4	50.3	53

Fuente: F.I.E.L.

En cuanto a la estructura de la tasa de interés, prevalecen tasas elevadas en comparación con las internacionales, en particular en los tramos donde la garantía es personal. Es importante destacar que las regulaciones prudenciales argentinas imponen un mayor spread entre la tasa activa y pasiva a medida que aumenta el riesgo crediticio (disminuye la garantía). Un análisis de dicho spread arroja una incidencia menor de las normas prudenciales en comparación con el fuerte peso de los gastos administrativos de los bancos.

El elemento más notable de la evolución de las tasas de interés activas del sistema financiero es la permanencia, luego de la estabilización de precios obtenida con el plan de convertibilidad de 1991, de un nivel de spread considerablemente más alto que el de economías desarrolladas. Es significativo el hecho de que variables como precios, tipo de cambio, etc., están muy en línea con el comportamiento en los países desarrollados.

Hacia fines de 1996 las tasas pasivas de interés en Argentina, ajustadas por el riesgo país, habían convergido a los valores internacionales. Por otro lado el spread promedio del sistema estaba cerca de los 12 puntos, un valor superior a los estándares internacionales. De esto se deduce que para entender el comportamiento del spread debemos concentrar nuestra atención en las tasas activas.



#### **Cuadro No 4. Tasas de Interés Activa por Tipo de Contrato.**

(% anual en pesos)	1994	1995	1996	1997
<b>Adelanto</b>	34,6	41,6	32,7	26,0
<b>Desc. Documento</b>	17,6	18,5	12,8	10,6
<b>Hipotecarios</b>	11,6	12,8	13,3	14,5
<b>Prendarios</b>	24,3	28,8	25,1	16,4
<b>Personales</b>	36,3	46,2	38,2	35,3
(% anual en dólares)				
<b>Adelanto</b>	19,1	22,0	13,3	13,4
<b>Desc. Documento</b>	13,1	16,6	10,3	10,5
<b>Hipotecarios</b>	15,2	17,1	14,9	13,0
<b>Prendarios</b>	17,5	18,0	15,1	14,1
<b>Personales</b>	18,9	23,1	21,1	20,1

Fuente: F.I.E.L.

Si observamos la evolución de las tasas activas por tipo de crédito encontramos que existe enorme variabilidad entre las diferentes líneas de crédito y por lo tanto es posible afirmar que los spread altos no caracterizan al mercado crediticio en su conjunto, sino que es un fenómeno concentrado fundamentalmente en adelantos en cuenta corrientes y créditos personales, los cuáles representan un poco más de un tercio del crédito total de la economía. Estos datos apuntan a un mercado de crédito segmentado, dónde cada línea es un producto diferente, presumiblemente diseñado para clientes diferentes.

Bajo esta interpretación, los bancos utilizan el tipo de crédito para discriminar clientes y ofrecer productos distintos. Se debe notar que las diferencias son notables: mientras que las tasas en documentos está cercana al 15% anual, las tasas de los adelantos en cuenta corriente superan los 25%.

#### Costo del Crédito.

El costo del proceso de intermediación se ve afectado por una variedad importante de determinantes, que en términos generales pueden clasificarse en:

- de orden macroeconómico.
- características estructurales del sistema bancario
- demandantes de crédito.

- de carácter institucional.

### **La prima de riesgo país.**

La prima de riesgo país expresa y resume, más allá de fluctuaciones coyunturales, la interacción de un conjunto de factores, pero dentro de los cuáles hay una tensión entre el pasado, el presente y el futuro del país en cuestión. La prima de riesgo en países como Argentina es grande ya que poseen una reputación respecto las reglas de juego que no la favorecen.

Historias de gran disciplina financiera, monetaria y fiscal, y de respeto a los derechos de la propiedad, generan necesariamente tasas de interés bajas. En el otro extremo historias de alta inflación, indisciplina fiscal, incautación de depósitos, mal funcionamiento del mercado de capitales, engendran resultados opuestos.

En este sentido, la confiabilidad internacional, la estabilidad política e institucional, la seguridad jurídica, la continuidad de una política económica sensata más allá de los avatares de la competencia política, el equilibrio fiscal, la estabilidad de precios, la fortaleza financiera, son elementos que conforman la reputación de un país y bajan la prima de riesgo.

### **El déficit fiscal.**

El déficit fiscal es un factor que influye sobre la tasa de interés desde una doble perspectiva: aumenta la prima de riesgo país y reduce el espacio disponible para el financiamiento al sector privado.

Se presume que un país con déficit fiscal es más probable que tenga problemas de solvencia en el futuro que otro con las cuentas públicas en orden. En este sentido, suele argumentarse la paradoja que el déficit en Argentina es menor, en términos del PBI, que en muchos países OCDE que presentan una menor prima de riesgo; sin embargo, en relación a las dimensiones del mercado financiero y de capitales y a la Base Monetaria, el déficit fiscal de

Argentina es considerable.

Un déficit considerable que no puede ser financiado con crédito externo, debe ser financiado internamente con efectos sobre el crédito privado (crowding out) y la tasa de interés.

### **Grado de monetización.**

El nivel de intermediación y de monetización del sistema financiero argentino es bajo. Esto influye negativamente sobre los índices de eficiencia y en los costos operativos de los bancos, al repercutir en la escala de operaciones, pese al grado de concentración que muestra el sistema, y por ende en los márgenes de intermediación.

Las causas que explican el bajo nivel de negocios de intermediación del sector financiero argentino se refieren a una historia de falta de seguridad jurídica, bajo nivel de ahorro, tendencia al “cortoplacismo”, expropiaciones. etc. que impactan gravemente en el ánimo de los depositantes.

Remover estos factores exige cambios culturales en los comportamientos de los agentes, que sólo son factibles en el mediano y largo plazo, en la medida en que se diluyan en la memoria colectiva los recuerdos negativos de una experiencia reciente.

### **Regulaciones**

Desde 1991 Argentina aplica el régimen de convertibilidad. Esta decisión tiene implicancias sobre el sistema financiero que conviene considerar a los efectos de este trabajo en particular, cómo prever y resolver las crisis. Los gobiernos y los bancos centrales enfrentan los riesgos sistémicos con una combinación de tres armas: el prestamista de última instancia, el seguro de depósitos y la regulación y supervisión de las entidades que conforman el sistema financiero.

La función de prestamista de última instancia: bajo el sistema de convertibilidad, no hay mucho espacio para que el BCRA actúe como prestamista de última instancia, pues ello deterioraría la relación de un peso = un dólar a través de los pasivos financieros del banco central cubiertos por reservas internacionales.

La carta orgánica del BCRA excluyó inicialmente la garantía de los depósitos, en parte por la mala experiencia de principios de la década del 80, en términos de riesgo moral.

Regulación y Supervisión: dada esta restricción, el BCRA puso gran énfasis en el tercer elemento, la supervisión y regulación. Así es que el sistema financiero ha tenido desde el comienzo del plan de convertibilidad exigencias regulatorias destinadas a fortalecerlo en materia de calificación de cartera, fraccionamiento de riesgo crediticio, capitales mínimos y de integración de efectivo mínimo, mayores que en otras economías donde existían las otras alternativas mencionadas.

La liquidez que no puede aportar la autoridad monetaria obliga a que sean las propias entidades la primera valla de contención de una corrida sistémica, en mayor grado de lo que ocurre en otras economías que cuentan con prestamista de última instancia.

Con respecto a la calificación de cartera, la rigurosidad de las disposiciones ha aumentado; obligando a castigar créditos y a elevar provisiones, así como también como con los límites de riesgo crediticio.

El análisis de riesgo debe dirigirse a la determinación de la capacidad del deudor para generar fondos suficientes para devolver el préstamo, más que en la posición estática patrimonial en el momento de acordarse la operación.

La exigencia de capitales mínimos establece una norma de 11.5% de los activos de riesgo, que es superior a la sugerida internacionalmente por el Banco internacional de Pagos de Basilea (8,0%), con la peculiaridad que obliga, además, a que los activos de riesgo sean

ponderados por la tasa de interés de los préstamos (a mayor tasa de interés corresponde que se considere mayor riesgo de crédito y por ende mayor exigencia de capital)

Con respecto a la integración de efectivo mínimo los encajes están en el orden del 21.5 %, con un 16.5 % sobre los depósitos y un encaje técnico (efectivo en caja) del orden del 5%.

Estos dos factores (elevados encajes, altas exigencias de capitales mínimos) tienen una considerable influencia sobre los costos de los bancos y sobre el spread.

Es obvio que bancos que operan en economías con una menor exigencia de capital en relación a activos de riesgo y menores requisitos de efectivo mínimo que aquellos que están obligados a guardar los bancos argentinos, "cetris paribus" podrán operar con menores spreads.

#### **Administración de pagos de la comunidad.**

Las entidades bancarias en Argentina manejan un complicado sistema de administración de pagos: los individuos realizan muchas operaciones en efectivo. Las tenencias de efectivo en particulares en pesos alcanza el 28% de los recursos Monetarios en pesos y 16% de la Monetización Amplia., y es una relación insólitamente alta.

La elevada proporción de efectivo indica un bajo grado de cultura bancaria sólo atribuible al hecho de que los costos que cargan los bancos a la administración de los medios de pago son alto y que ello desalienta una utilización más intensa de los servicios bancarios. El BCRA intenta por diferentes vías, desalentar el uso de efectivo y alentar instrumentos menos costosos para las entidades financieras (por ejemplo, débito en cuenta) pero las tradiciones arraigadas son difíciles de remover. Es probable además, que el grado de informalidad de la economía argentina aliente una mayor utilización de efectivo.

La combinación de elevados encajes y de una mayor utilización de efectivo reducen el multiplicador monetario y determinan, para un mismo nivel de Base Monetaria, menor capacidad prestable que la que existiría de ser más bajos ambos elementos del multiplicador, esto claramente influencia el spread.

### **Longitud de los plazos.**

La modalidad de las imposiciones determina que los bancos corran un elevado riesgo por “descalce” de plazos. Los depósitos (85% constituidos a 30 días) deben financiar créditos a plazos sustancialmente mayores. Dada la volatilidad de aquellos, los bancos tratan de cubrirse frente a eventuales corridas de depósitos.

Las reservas de liquidez se ven incrementada por los exiguos plazos a los que se realizan las imposiciones. Si bien la transformación de plazos es inherente a la industria bancaria, en el caso argentino los riesgos aumentan por su alta volatilidad.

### **Carga tributaria.**

Dentro de los elementos que gravitan sobre los márgenes de intermediación un papel no menor es el desempeñado por la tributación en sus diferentes aspectos. Como cualquier otra actividad el negocio financiero tributa el impuesto de las ganancias y el Impuesto al Valor Agregado, en la jurisdicción nacional, cargas sociales en la órbita provincial o municipal.

### **Marco jurídico.**

En el plano institucional, los mecanismos con los que cuentan los acreedores para hacer valer sus derechos en caso de incobrabilidad y para recuperar los fondos, son de crucial importancia en los costos de intermediación. El marco jurídico debe asegurar el recupero en tiempo y forma y, en todo caso los instrumentos judiciales deben estar en condiciones de resolver los eventuales conflictos en un plazo razonable y a un costo accesible.

En este sentido la lentitud de la justicia y los costos asociados con el litigio, aún en el

supuesto de que el marco legal sea suficientemente protector del derecho de propiedad, tienden a reflejarse en mayores costos de intermediación

#### Cuantificación de la incidencia de determinados factores en el costo de los créditos.

En la sección anterior se expusieron diversos factores que afectan los costos de la intermediación financiera. Es claro que las características del sector bancario, condiciones macroeconómicas, impuestos explícitos e implícitos sobre los bancos, la estructura financiera, la regulación sobre los depósitos e indicadores legales e institucionales inciden en dicho costo

En el cuadro siguiente podemos observar la incidencia de algunos de los factores precedentemente citados, en comparación con algunos países elegidos.

### **Cuadro No 5. Spreads Bancarios.**

País	M.N.I.	OH	Tax	Previ.	Benf.	NInt	OH/TA	Tax/TA	Prev/A
Argentina	7.3	35.6	5.5	28.5	30.3	6.3	9.4	0.4	1.8
Brasil	8.9	60.5	11.6	13.8	17.5	4.5	10.2	1.1	1.3
Alemania	2.0	51.6	12.3	29.5	12.6	1.1	2.1	0.3	0.6
Italia	3.4	56.5	14.3	17.4	11.9	1.4	3.3	0.5	0.5
EE.UU.	3.9	47.6	12.5	15.2	25.8	1.8	3.6	0.5	0.7
España	3.6	60.3	10.2	17.7	12.7	1.2	3.2	0.4	0.6

Fuente: World Bank. Policy Research Working Paper

M.N.I.: Margen neto de interés. Definido como los ingresos netos por intereses/ Activos totales.

OH: Overhead, Definido como ingreso neto no proveniente de intereses / Activos totales

Tax: Impuestos pagados sobre ingresos netos por interés.

Previ: Provisiones por malos préstamos / ingresos netos por intereses.

Benf: Beneficio Neto/ Ingreso neto por interés

NInt: Ingreso no proveniente de intereses / Activos Totales

OH/TA: Overhead/ Activos totales

Tax/TA: Impuestos pagados/ Activos Totales.

Prev/A: Provisiones por malos préstamos/ Activo Total

Es posible observar que el spread es mayor para los países latinoamericanos respecto a países más desarrollados. La explicación de esta diferencia parece surgir de los costos administrativos que enfrentan los bancos así como de la indisponibilidad por malos créditos que debe efectuar estos bancos.

Un factor determinante son las comisiones que se aplican sobre la operatoria bancarias y son ingresos no provenientes de la tasa de interés. Resulta de particular atención el hecho de que los bancos argentinos obtienen buena parte de sus ingresos a través de las comisiones por intermediación de los servicios y en menor medida a través de la intermediación del dinero. De alguna forma se traslada la ineficiencia del sector a otros sectores de la sociedad, encareciendo el crédito con spread mayores a los de otros países. Cabe destacar que la explicación de dichas diferencias no proviene de tasa de ganancias superiores de los bancos sino de diversos factores previamente explicados.



## II. Presión financiera y desempeño de las firmas.

Existen numerosos modelos micro fundados, en grado de desarrollar explicaciones posibles del punto de vista teórico las razones de la relevancia de los factores financieros en la política de financiamiento de las empresas.

Una de los campos más investigados de la ciencia económica en los últimos años, es la economía de la información. Dentro de ese campo una de las mayores previsiones teóricas, en materia de actividad financiera e inversiones explica que la existencia de asimetrías informativas entre quienes financian y quienes invierten genera una falla de mercado bajo la forma de volumen ineficaz de inversiones globales. El diferencial de costo entre financiamiento externo e interno generado de este tipo de asimetría puede racionar las posibilidades de inversión a la disponibilidad de financiamiento interno para algunos grupos de empresas.

### **El proceso de asignación de crédito en mercados financieros imperfectos.**\_(Esta sección se basa en Salloum- Vigier 1997)

Se argumenta que las PyMEs (Pequeñas y Medianas Empresas) no pueden acceder al crédito bancario en las mismas proporciones y condiciones que las empresas grandes. Los obstáculos pueden ser resumidos (Stiglitz (1981), Salloum, Vigier (1997):

1. Los bancos tienen mayores dificultades para evaluar un proyecto PyME por falta de información, en comparación con los proyectos de las grandes empresas. (Problema de *selección*).
2. Aumenta el costo de los créditos a las PyMEs debido a que el costo de búsqueda de información suele ser invariable con respecto a los montos del crédito (Problemas de información Asimétrica).

3. Las PyMEs suelen carecer de garantías hipotecarias y las garantías prendarias no son satisfactorias para los bancos. (problema de *señalización*).

4. Los bancos perciben a las PyMEs como deudores de mayor riesgo que las empresas grandes. (Problema de riesgo moral)

Los bancos cuando efectúa los préstamos están interesados en la tasa de interés que reciben del préstamo y el riesgo del prestatario. Dada la información asimétrica y la divergencia de incentivos, los Bancos tratan de diseñar un contrato de préstamo para morigerar dichos problemas.

La mayoría de los contratos entre Bancos-PyMEs tratan de desarrollar un mecanismo de incentivos con un sistema de información dado y no se preocupan por desarrollar un sistema de información que tienda a eliminar los problemas de la relación de agencia y sus implicancias para el costo del crédito. Esto ocurre naturalmente dado que los Bancos desconocen los beneficios de diseñar un mejor sistema de información, ya que el monitoreo posee características de bien público como la información.

En este esquema los Bancos ofrecen contratos de préstamo en forma de "package of loan terms" (Melnik y Plaut, 1986). Estos paquetes incluyen parámetros determinantes de la cantidad de crédito que el Banco asigna a cada prestatario. Dado que el contrato de préstamo es firmado por un periodo fijo e incluye extensiones de las condiciones, los paquetes deben incluir, no sólo la tasa de interés a cobrar sino especificaciones ulteriores, como los colaterales, la tasa de punitivos, los requerimientos de liquidez, las tasas de gasto, etc.

Los componentes de estos paquetes no pueden ser comerciados o transados por separado. De tal manera que un banco no puede "ofertar" bajas tasas de interés, sin que estén asociadas a otro término del contrato. En forma similar, un prestatario no puede obtener una menor tasa, si no ofrece por ejemplo, un mayor colateral. Se observa entonces, que ni el prestamista ni el prestatario, serán indiferentes a la composición del paquete.

En base a lo expuesto se argumenta que los agentes participantes de la transacción,

tendrán incentivos para negociar una combinación eficiente de los términos del contrato. De esta forma los contratos de préstamo son complejos acuerdos negociados entre los bancos y sus clientes.

Los Bancos ofrecen a sus clientes un vector consistente en:

$$CT = \{r1, r2, r2f, pe, pf, s, g\}$$

dónde:

C = Valor del Contrato del préstamo.

r1 = Una tasa de interés para el primer periodo.

r2 = Una tasa de interés para el segundo periodo y dependiente del repago del préstamo en el primer periodo.

r2f = Una tasa de interés para el segundo periodo y que es cargada al prestatario si existe default en el primer periodo.

pe = La probabilidad de que el banco ofrezca un préstamo en el segundo periodo a un prestatario que repago el préstamo en el primer periodo.

pf = La probabilidad de que el Banco ofrezca un préstamo en el segundo periodo a un prestatario que hizo default en el pago del préstamo del primer periodo.

s = Tamaño de la Firma. Es posible pensar que el valor del préstamo varía positivamente con el tamaño de la firma.

g = Requerimiento de colateral o garantía.

Bajo ciertas circunstancias los bancos renovarán a los prestatarios que pagaron su préstamo anterior, por lo tanto se podría asumir que  $pe = 1$ . El banco no puede observar directamente el proyecto elegido por el prestatario, pero conoce como los términos del contrato (que el mismo diseña) afectan la conducta de los prestatarios. El carácter multidimensional de los contratos, permite que los componentes del vector puedan ser usados para afectar las conductas de los clientes. Esto definirá la política de crédito propuesta por

cada entidad.

En cada periodo, los prestatarios potenciales piden un préstamo en un banco y el banco elige y diseña un contrato de que maximice su retorno esperado. El retorno esperado del banco depende, de la probabilidad de repago del préstamo y de la tasa de interés cargada, por lo tanto le interesa identificar los prestatarios que tienen más probabilidad de repago. Es difícil y costoso identificar a los “buenos prestatarios” y para eso el banco, ante una situación de información asimétrica, debe usar los términos del contrato para modificar las conductas de los clientes. El aumento de la tasa de interés es el mecanismo de selección más común.

Una variación en las tasas puede hacer variar el comportamiento de los potenciales prestatarios dado que sus retornos esperados pueden variar. En este contexto quienes son desalentados a pedir préstamos pueden ser aquellos a los cuales el banco desearía prestar por ser los prestatarios más seguros. Esto se explica en que aún en una situación con agentes neutrales al riesgo, el rendimiento esperado por los bancos no es una función creciente de la tasa de interés dado el riesgo de default que asume el prestamista cuando esta se incrementa

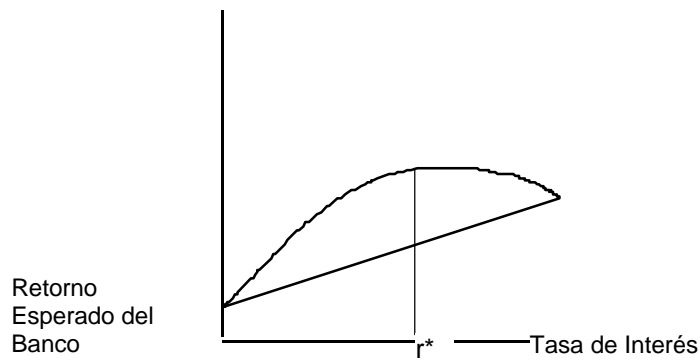
### **Equilibrio en mercados financieros imperfectos.**

El análisis de la determinación del precio (tasa de interés) en el mercado de crédito, permitirá evaluar las condiciones de equilibrio y comprender además, que dicha determinación produce racionamiento aún con el mercado en equilibrio. Los Bancos utilizan los argumentos del contrato para modificar las conductas de los prestatarios y determinan además una tasa de interés que maximiza el retorno esperado del banco. Dicha tasa se denomina  $r^*$ , que es la “tasa óptima bancaria”.

Si se acepta que la demanda de préstamos y la oferta de fondos son funciones de la tasa de interés, entonces se puede intuir que la oferta será determinada por la tasa óptima bancaria, que maximiza el retorno esperado del banco. Si se supone que los prestatarios no obtienen todo los fondos que desean, es concebible que a la tasa  $r^*$  la demanda de fondos exceda a la oferta. El análisis tradicional sugiere que en la presencia de este desequilibrio (Demanda > Oferta), el ajuste lo producirían los prestatarios insatisfechos, que ofrecerían pagar una mayor tasa de interés empujando la misma hasta que dicho desequilibrio

desaparezca (Demanda = Oferta). Pero he aquí lo relevante: aunque la oferta no iguale la demanda y el desequilibrio persista,  $r^*$  será la tasa de interés de equilibrio, con racionamiento de crédito (Stiglitz y Weiss, op. cit.).

La explicación se basa en que los Bancos no querrán prestar a un agente que esté dispuesto a pagar un tasa de interés mayor que la óptima bancaria ( $r > r^*$ ), porque en la evaluación de riesgo, dicho préstamo tendrá más probabilidad de ser “peor riesgo” que el promedio de préstamos a la tasa  $r^*$ . En otras palabras, a los bancos no les interesan los prestatarios que estén dispuestos a pagar más tasa, ya que esta disposición proviene de un proyecto con elevado riesgo. Cuando la tasa de interés crece, el riesgo promedio aumenta, disminuyendo el beneficio del banco. Asimismo, este aumento disminuye el retorno de proyectos con alta factibilidad, produciendo un desplazamiento de las firmas hacia proyectos con menores probabilidades de suceso pero mejor repago si son exitosos (toman mayor riesgo). Esto incrementa el riesgo moral, incrementando la necesidad de monitoreo del banco.



Si se supone que la tasa de interés que maximiza el retorno esperado del banco es  $r^*$ , gráficamente es posible observar, que a la izquierda de  $r^*$ , las tasas no maximizan el retorno del banco, ya que dichas tasas no cubrirían costos. Por otro lado a la derecha de  $r^*$ , el banco considera, por lo antes expuesto, que cualquier agente dispuesto a pagar una tasa mayor que la que ellos proponen, son más riesgosos y tienen menor probabilidad de repago, afectando negativamente el retorno del Banco. No existen por lo tanto, fuerzas competitivas que guíen a la oferta a igualar la demanda, entonces el crédito es racionado.

Cuando el precio (tasa de interés) es exógenamente determinado, y no surge como producto de las negociaciones entre demandantes y oferentes, afecta la naturaleza de la transacción, dando como resultado la no clarificación del mercado.

### **Equilibrio financiero de las empresas.**

El equilibrio financiero es un componente fundamental, relacionado con el desempeño de la firma y es producto de la estrategia de crecimiento de la misma. Puede ser definido de diversas maneras.

- La diferencia entre las salidas y entradas de efectivo en el corto plazo.
- La consistencia entre la estructura de financiera de la firma y la estrategia adoptada.
- La relación entre los retornos del capital invertido y el costo de los fondos.
- El ratio entre ingresos operativos y gastos financieros.
- La relación entre cash flow neto y el crecimiento de la firma.

La estructura financiera de la firma es la composición de deuda y patrimonio que minimiza el costo de los fondos. Dicha estructura determina el límite inferior y superior de la actividad productiva de la empresa. Por un lado determina el nivel máximo que una empresa esta dispuesta a endeudarse, dada la tasa de interés y los costos de bancarrota, dado por el leverage financiero máximo (ratio tope entre deuda/capital propio) y el límite financiero mínimo, traducido en la incapacidad de operar por falta de capital propio.

Se supone que la tasa de interés determinada exógenamente (es un dato para las PyMEs), crece proporcionalmente al volumen de deuda, ya que los bancos consideran, cada incremento de deuda como un aumento en la probabilidad de quiebra de la empresa. Ante un mayor riesgo exigen una mayor recompensa.

Si definimos leverage financiero o apalancamiento como:

$$R.O.E. = R.O.I. + D/E (R.O.I. - i)$$

donde:

R.O.E.: Retorno sobre el capital. (Retornos/Capital)

R.O.I.: Retorno sobre la inversión.

D: Deuda.

E: Patrimonio (Deuda + Capital Propio).

i : Tasa de interés que enfrenta la empresa.

La empresa evalúa las ventajas de usar estructuras de capital (composiciones diversas de deuda y capital), sobre la base de una evaluación subjetiva de la posible combinación específica de riesgo retorno. Es posible observar que si  $R.O.I. > i$ , el R.O.E. se incrementa en la medida en que la estructura financiera adquiera mayores niveles de deuda.

El límite máximo está dado por  $D/E (R.O.I. - i)$ . Se demuestra que la toma de deuda incrementa (apalanca) los rendimientos de los propietarios de la empresa.

¿Qué sucede cuando los retornos de la inversión son menores que la tasa de interés vigente? Estamos en presencia de un fuerte apalancamiento negativo, el efecto de amplificación es inverso, deteriorando el equilibrio financiero de la empresa y afectando las posibilidades de supervivencia en el largo plazo.

Ante este cuadro resulta útil el análisis de la conducta de las empresas cuando se enfrentan a algún tipo de presión financiera asociada, como en este caso asociada a los costos de endeudarse. La hipótesis general es que la presión financiera en forma de limitaciones/restricciones financieras tiene marcada incidencia sobre las inversiones de capital, incluyendo capital fijo e inventarios.

En la literatura se reportan dos hechos:

1. La información asimétrica (entre prestamistas y prestatarios) induce un diferencial entre los fondos externos y el precio de los fondos generados internamente por las empresas.
2. El costo de los fondos externos crece no sólo con el nivel de la tasa de interés sino también con el grado de "leverage" de la firma ("leverage" medido como tamaño del préstamo/ Patrimonio Neto)

El primero de los hechos se relaciona directamente con los costos reales de evaluar el colateral y monitorerar la posición del préstamo para el prestamista. El segundo hecho se relaciona con que la probabilidad de quiebra crece con el peso de la deuda relativo al Patrimonio.

Cuando se considera el impacto sobre la firma se debe considerar dos tipos de efectos.



- Efectos directos del costo de tomar préstamo: Cualquier clase de inversión es afectada adversamente por el aumento de los costos de pedir prestado, y serán más significativos cuando más adversa sea la posición de leverage. Por lo tanto la posición de deuda de la empresa afectará la conducta de inversión.
- Cuando el costo de tomar préstamo crece, las inversiones de todo tipo podrían ser reducidas, incluyendo la toma de nuevos empleados. Las restricciones de crédito pueden inducir una contracción directa del empleo a través de la reducción de capital de trabajo y más aún los costos probables de bancarrota pueden ser reducidos si la fuerza de trabajo es menor.

El leverage o apalancamiento se define como el impacto de elementos fijos sobre los resultados económicos totales de la empresa. Existen dos tipos de apalancamiento, el financiero y el operativo. El primero fue definido, mientras el segundo se produce cuando parte de costos del negocio son fijos para un rango de volumen de operaciones de la empresa. Los beneficios, entonces crecen o decrecen más que proporcionalmente para los cambios en dichos volumen o en los costos.

Es posible concluir entonces que las firmas ante la presión financiera, afectan las inversiones de todo tipo incluyendo aquellas en activo fijo, en activos corrientes y aún en la cantidad de empleados que están dispuestas a tomar. El objetivo es simple, dado el costo alto “apalancamiento financiero” producto del costo del crédito, las empresas reaccionan evitando el “apalancamiento operativo” a través de subinversión en costos fijos con el objetivo de minimizar el riesgo total del negocio.

Una evaluación de las tasas de interés que enfrentan las empresas pequeñas en Argentina permite anticipar que la presión financiera a la que se enfrentan dichas firmas es insostenible en el mediano plazo: La presión proviene tanto por el tamaño de la deuda, así como por el costo, determinando un apalancamiento negativo que produce una alta tasa de

natalidad y mortalidad en las empresas de este tamaño.

Otra consecuencia de la presión financiera, es que forzado por el alto costo de la financiación bancaria respecto a los retornos sobre la inversión se extiende el uso del crédito comercial como sustituto, aún para financiación de inversiones de mediano plazo.

Una fuente alternativa de financiamiento de las empresas es el crédito obtenido a través de las llamadas "Instituciones no Financieras" (en particular el más común es el crédito de proveedores). Existe evidencia de que las firmas usan relativamente más crédito comercial cuando los fondos de las instituciones financieras no están totalmente disponibles.

Siguiendo a Petersen y Rajan (1996), el crédito comercial de corto plazo es usado rutinariamente para minimizar costos de transacción, pero en el mediano plazo actúa como una fuente de financiamiento de inversiones de riesgo. Los proveedores otorgan crédito a firmas a las que las instituciones financieras racionan dado que pueden tener una ventaja comparativa de costos en la obtención de la información del prestatario, una mayor habilidad para liquidar bienes e implícitamente tener un mayor interés en la supervivencia de la firma en el largo plazo. Es decir, reducen sensiblemente una buena parte de los problemas que posee el crédito bancario.

Esto justifica la existencia de firmas no financieras que compiten y en muchos casos reemplazan a las instituciones privadas especializadas en la intermediación financiera. Existen razones teóricas para explicar esta circunstancia del crédito comercial:

1. Existen indicios de que los proveedores podrían ser más eficientes que las instituciones financieras en la evaluación y el control del riesgo crediticio de sus prestatarios. Pueden obtener mayores ventajas en la evaluación de la capacidad de repago de sus clientes y en el monitoreo del desempeño. Las ventajas se fundan en el menor costo de adquisición de la información ligada al curso normal

de las transacciones, en el mayor control del prestatario dada la dependencia estratégica y la posibilidad de liquidación de los bienes provistos.

2. El crédito comercial puede ser ofrecido aun si el proveedor no tiene una ventaja financiera sobre las instituciones financieras, porque puede usarlo para la discriminación de precios.

El crédito comercial y el crédito bancario representan fuentes de financiamiento de corto plazo para las PyMEs. Cuando los descuentos comerciales son ofrecidos, la empresa usualmente persigue el máximo descuento, aún a costo de incrementar el pasivo financiero. Si el descuento excede la tasa de interés que enfrenta la empresa, entonces es ventajoso para la firma aceptar el crédito comercial y sustituir parte del crédito bancario.

Por lo tanto el crédito comercial resuelve el problema de acceso y en muchos casos el costo del financiamiento. En contrapartida los plazos definidos habitualmente no son suficientes para solventar el grueso de las inversiones. Un hecho de particular significatividad es que la exigibilidad del crédito comercial es menor, en términos de plazos y ello podría explicar también el mayor uso de esta fuente.

## CONCLUSIONES

Dadas las condiciones del sistema bancario argentino y como este diseño afecta las posibilidades de supervivencia de las firmas, es necesario reflexionar acerca de las necesidades del sector en términos de rediseño.

Un estado de resultados estilizado del sistema bancario se vería de esta forma:

Ingreso por Interés.

(-) Gasto de Interés.

(=) Ingreso Neto por Interés.

(+) Ingresos no proveniente del interés.

(-) Gastos Operativos.

(=) Ingreso Operativo Neto.

(-) Provisiones por mala deuda.

(=) Beneficio antes de Impuesto.

(-) Impuesto.

(=) Beneficio después de Impuesto.

Asumiendo que la economía Argentina y el sistema bancario esta funcionando de una manera satisfactoria, el estado de resultados nos sugiere claramente direcciones de cambio.

**Primero:** Las reducciones en los costos operativos y el gerenciamiento de créditos, son la única manera de incrementar las ganancias de los bancos y disminuir el spread bancario.

**Segundo:** Lo anterior será cierto siempre y cuando el desempeño de la economía permita disminuir la tasa de riesgo país.

Dadas las realidades de esta situación las prioridades para el futuro parecen claras.

- Acelerar el proceso de resolución de los riesgos sistémicos de los créditos y los bancos.
- Comenzar la tarea de largo plazo de desarrollar los elementos necesarios de una cultura de crédito.
- Estimular el desarrollo de diversos sistemas de pago y otros elementos de la infraestructura financiera que permitan disminuir costos y mejorar la oferta de servicios.
- Implementar las reformas estructurales e institucionales necesarias para desarrollar el mercado de capitales interno.

Con respecto a las conclusiones sobre el “corporate finance” en mercados menos desarrollados, resulta imprescindible desarrollar una teoría financiera que abarque el planteo y la solución de problemas microeconómicos en mercados menos desarrollados.

La existencia del alto costo de la fuente bancaria introduce la necesidad de desarrollar fuentes alternativas de financiamiento de largo plazo que, teniendo en cuenta los problemas de información y riesgo que presentan estas empresas, posibilite ofertar recursos a un costo menor. Instituciones como las Sociedad de Garantías recíprocas, las microcréditos y los capitales de riesgo “venture capital” pueden ayudar en este sentido.

## **Bibliografía.**

Buera, F. y Nicolini, J. P. (1998) Los spreads de tasas de interés en Argentina. Desarrollo Económico, Número especial, Vol. 38.

Clarke, G.; Cull, R.; D'Amato, L. y Molinari, A. (1998) The effect of foreign entry on Argentina's domestic banking sector. mimeo. World Bank.

Costos de Intermediación Financiera. (1991) mimeo del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas.

Cristini, M. y Moya, R. (1999) El crédito para microempresas: una propuesta de institucionalización para la Argentina. Documento de Trabajo No 61. F.I.E.L. (Fundación de Investigaciones Latinoamericanas)

Demirguc-Kunt, A. y Huizinga, H. (1998) Determinants of Commercial Bank Interest Margins and Profitability. Some International Evidence. Policy Research Working Paper No 1900. The World Bank.

Fabozzi, F. J. y Modigliani F. (1992) Capital Markets: Institutions and Instruments. Prentice Hall International. Englewood Cliffs.

Nuckell, S. y Nicolitsas D.(1999) How does financial pressure affect firms? European Economic Review 43. pp .1435-1456.

Petersen, M, e Raghuram, G. (1996) " Trade Credit: Theories and Evidence" National Bureau

of Economic Research. Working Paper No 5602. 1-51

Propuestas para la reducción de la tasa de interés.(1996) mimeo del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas

Salloum, D. y Vigier, H. (1997) Los Problemas del Financiamiento de la Pequeña y Mediana Empresa: La relación Bancos - PyMEs. Trabajo Presentado en la XXXII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

Salloum, D. y Vigier, H. (1999) Sobre la determinación de la estructura de Capital de la Pequeña y Mediana Empresa. Trabajo Presentado en la XXXIII Reunión Anual de la Asociación Argentina de Economía Política.

Stiglitz, J. y Weiss, A. (1981) Credit Rationing with imperfect information. American Economic Review 71.