



Universidad Nacional de La Plata

**Departamento
de
Economía**
Facultad de Ciencias Económicas
Universidad Nacional de La Plata

Pautas para el diseño de un sistema de garantía estatal de préstamos para pequeñas y medianas empresas¹

Ricardo Bebczuk

Documento de Trabajo Nro. 36
Noviembre 2001

¹ Este trabajo es parte de uno más extenso preparado para el concurso en el Premio Manuel Belgrano del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal, en el cual obtuvo el tercer premio.

Introducción

Este trabajo se propone examinar la importancia del financiamiento empresarial sobre el crecimiento económico y el rol de la política económica a través de un instrumento en particular: los sistemas de garantía estatal de los préstamos a las pequeñas y medianas empresas.

Una voluminosa literatura actual ha estudiado los distintos canales de transmisión que comunican al desarrollo financiero de un país con el crecimiento de largo plazo. Los resultados, tanto teóricos como empíricos, son auspiciosos. Sin embargo, y a pesar de ello, existe evidencia contundente en cuanto a que el financiamiento proveniente del sistema bancario y del mercado de capitales ocupa un lugar secundario dentro del total: en general las empresas se autofinancian.

Desagregando de acuerdo al tamaño, las empresas pequeñas y medianas sufren restricciones financieras mucho más severas que las grandes (ver Petersen y Rajan (1994) para el caso de Estados Unidos y Bebczuk y otros (2001)). Desde la perspectiva del gobierno, el apoyo a estas empresas mediante la garantía de los créditos puede facilitar la concreción de buenos proyectos de inversión hasta entonces desechados por la falta de financiamiento en condiciones aceptables.

Sin embargo, el éxito del programa depende crucialmente de su diseño. Graves problemas de información y monitoreo de los deudores y de los bancos atentan contra la eficiencia del sistema, pudiendo derivar en costos antes que beneficios netos para la sociedad.

El trabajo está organizado del siguiente modo: en la Sección 1 se discute el vínculo entre desarrollo financiero y crecimiento desde una óptica macroeconómica, mientras que la Sección 2 se aboca de lleno al análisis de las bondades y eventuales contrariedades de un sistema de garantía estatal de los préstamos, brindando recomendaciones prácticas para eludir las últimas.

Pautas para el diseño de un sistema de garantía estatal

La discusión previa parece dar la impresión de que un sistema de garantía estatal se erige como una solución inequívoca para acercar crédito a las pequeñas y medianas empresas (para más detalles, ver Bebczuk (2000)). Sin embargo, más allá de la voluntad política por auxiliar a cualquier sector en dificultades, es preciso evaluar la razonabilidad de una eventual medida. Desde una perspectiva macroeconómica, el subsidio a un sector puede causar un perjuicio a otros sectores, que estarían financiando compulsivamente al primero a través de un subsidio cruzado. Esta transferencia intersectorial no mejora la situación económica general y provoca un entendible descontento en los sectores perdedores. Todavía más grave es la situación en la cual el subsidio a un determinado sector ni siquiera compensa las pérdidas del resto de la economía.

La teoría económica es tajante en cuanto a que la única justificación para la intervención del Estado es la existencia de una *falla de mercado*. Cuando un mercado no funciona eficientemente, el gobierno puede mejorar el estado de cosas mediante una adecuada intervención.² En el caso particular del mercado de crédito, los problemas de información asimétrica entran dentro de esa categoría. Se entiende por información asimétrica al hecho de que los acreedores poseen información y control imperfectos sobre los deudores, que éstos pueden usufructuar para obtener un beneficio mayor a expensas de los primeros. Ante esta desventaja informativa, el acreedor se cubre cargando una alta tasa de interés o simplemente racionando el crédito a los deudores que considera riesgosos; en su defecto, exige la constitución de garantías personales o el aporte de fondos propios.

Estos mecanismos remedian el problema informativo del acreedor al precio de castigar a los buenos deudores, quienes no pueden ser distinguidos de los malos deudores, una vez que éstos ocultan la mala calidad de sus proyectos a fin de lograr condiciones financieras más favorables. Es así que algunos deudores con proyectos rentables a una tasa de interés acorde al riesgo del proyecto, terminan siendo injustamente expulsados del mercado de crédito a causa de la elevada tasa de interés que fija el acreedor. Esta es la única justificación técnicamente admisible para un sistema de garantía y la consecuente baja de la tasa de interés: permitir que proyectos de alta rentabilidad sin acceso a crédito puedan llevarse a cabo.

La existencia de esta falla de mercado, sin embargo, no hace automáticamente deseable la constitución del sistema de garantía. La teoría brinda un principio claro al respecto: si existe una distorsión, la mejor solución es atacar directamente esa distorsión. En el caso del mercado de crédito, la falla originaria es la falta de honestidad de algunos deudores. Se trata de una falla ética, no estrictamente económica. Desafortunadamente, no es posible eliminar tal tipo de distorsión. La garantía estatal, por lo tanto, no soluciona el problema de cuajo y constituye una alternativa subóptima. Como se verá, el programa puede dar los resultados esperados o no, dependiendo de cómo se diseñe.

² Una falla conocida es el monopolio. Si una empresa se apropia de todo el mercado, el bienestar de la sociedad se resiente porque el precio será más alto y la cantidad producida menor que bajo competencia entre distintos productores. A menos que exista un monopolio natural, el gobierno hará un aporte positivo abriendo la competencia en el sector. Otro caso son los bienes públicos, como la seguridad y la justicia, que no serían provistos por el sector privado en la cantidad y forma socialmente deseable. Al respecto, ver Stiglitz (1986).

1 Justificación teórica de un sistema de garantía estatal de los préstamos

En la presente sección se formaliza el funcionamiento de un sistema de garantía y sus múltiples implicancias. El esquema de análisis es simple y permite establecer claramente los potenciales beneficios y desventajas del programa y, lo que es más importante, identificar mecanismos para su perfeccionamiento.

Para empezar, se usará la siguiente notación:

BE=beneficio esperado

α_e =probabilidad de éxito

α_f =probabilidad de fracaso

C=Flujo de caja del proyecto en caso de éxito

r_p =tasa de interés del préstamo

F=Fondos propios

P=Préstamo

I=Inversión inicial

r=Costo de oportunidad de los fondos propios

Supuestos sobre la conducta empresaria

-El empresario invierte en un único proyecto cuyo inversión inicial es I. La empresa no cuenta con ningún activo previo.

-El proyecto es incierto: con una probabilidad α_e es exitoso y arroja un flujo de caja C, mientras que con una probabilidad $\alpha_f=(1-\alpha_e)$ fracasa y no brinda ingreso alguno. El ingreso esperado IE del proyecto es $IE=\alpha_e C$.

-Para costear la inversión el empresario puede recurrir a los fondos propios F cuyo costo de oportunidad es r (el rendimiento de un depósito bancario) o a un préstamo P cuya tasa de interés es r_p . Naturalmente, $I=F+P$.

-El empresario es neutral al riesgo y por tanto se preocupa por el beneficio esperado BE sin importarle cuán riesgoso sea el proyecto. Como es previsible, realizará la inversión sólo en el caso de que $BE>0$ y, en caso de tener que optar entre distintos proyectos, elegirá aquel con el mayor BE.

Todos estos elementos se resumen en la siguiente ecuación:

$$BE = \alpha_e [C - (1 + r_p)P] - (1 + r)F > 0 \quad (1)$$

Nótese que la deuda (capital más intereses) se paga solamente si el proyecto es exitoso, por lo que el empresario goza de *responsabilidad limitada* en cuanto no debe responder con bienes personales en el evento de fracaso. En contraste, los fondos propios representan un costo cierto. Esta diferencia entre ambas fuentes de financiamiento es crucial para comprender las dificultades crediticias de las pequeñas y medianas empresas.

Supuestos sobre la conducta del banco

-El banco recibe depósitos que remunera a la tasa de interés r y presta a la tasa r_p . No existen impuestos, encajes ni costos de intermediación: el único gasto del banco es la devolución del capital y los intereses de los depósitos.

-El sistema bancario es competitivo, lo cual implica que el beneficio esperado del banco es cero. En consecuencia, el banco –que es neutral al riesgo- hará préstamos sólo si el ingreso esperado cubre exactamente el costo esperado de los depósitos.

- El banco conoce las características relevantes del proyecto: el flujo de caja C y la probabilidad de éxito α . Como veremos, este es otro supuesto esencial para justificar o no un sistema de garantía.

Estos supuestos conducen a la siguiente condición:

$$a_e(1+r_p)P - (1+r)D = 0$$

donde $P=D$. Conocida la tasa de interés sobre los depósitos, la correspondiente tasa de interés de los préstamos es:

$$r_p = \frac{1+r}{a_e} - 1 \quad (2)$$

Combinando las expresiones (1) y (2) se observa que ambas partes estarán satisfechas cuando el beneficio esperado sea positivo, $BE > 0$:

$$\begin{aligned} BE &= a_e \left[C - \frac{(1+r)}{a_e} P \right] - (1+r)F \\ &= a_e \left[C - \frac{(1+r)}{a_e} P \right] - (1+r)F \\ &= a_e C - (1+r)(P + F) \\ &= IE - (1+r)I \end{aligned} \quad (3)$$

Este es un poderoso resultado, conocido como el Teorema de Modigliani y Miller: el beneficio del empresario es igual al ingreso esperado del proyecto menos el costo de los fondos totales empeñados I , independientemente del origen de tales fondos (F o P). *El empresario es indiferente ante cualquier forma de financiamiento (fondos propios, deuda o eventualmente acciones) porque el costo de todas ellas es el mismo.* La tasa de interés es mayor que el costo de los fondos propios, $[(1+r)/\alpha_e > (1+r)]$, pero es pagada con probabilidad α_e , de manera que el costo efectivo es idéntico; un proyecto muy riesgoso, con una baja probabilidad de éxito, enfrentará una alta tasa de interés, pero la pagará con la misma baja probabilidad. Esta igualdad no debería ser sorprendente si se tiene en cuenta que tanto el banco como el empresario exigen el mismo rendimiento esperado

sobre sus fondos. Bajo estas circunstancias, el empresario llevará adelante todo proyecto rentable, esto es, aquellos cuyo ingreso esperado exceda el costo de los fondos, $IE > (1+r)I$, y los factores financieros (la disponibilidad y costo de las distintas fuentes) son totalmente irrelevantes.

El análisis cambia radicalmente cuando, a diferencia del empresario, el banco ignora las características individuales de cada proyecto que aspira a un crédito. Una situación de este tipo se conoce como *información asimétrica*. Esta asimetría, ligada al hecho de que el deudor sabe más que el acreedor, moldea las relaciones crediticias en un modo perverso, una vez que los empresarios con malos proyectos tienen incentivos para disfrazar su naturaleza y así engrosar sus ganancias a expensas del acreedor, quien debe por su parte hallar mecanismos de cobertura. La entendible falta de información y de control de las actividades del deudor explican este fenómeno. Las dos formas principales de información asimétrica son la selección adversa y el riesgo ético. La selección adversa se refiere al caso en el cual el acreedor es incapaz de distinguir entre proyectos buenos y malos, mientras que el riesgo ético surge cuando el deudor utiliza el préstamo para un fin distinto al acordado con el acreedor. Ambas distorsiones son pasibles de aparecer en toda relación crediticia, alterando el funcionamiento deseable del mercado.

La presencia de selección adversa crea una brecha entre el costo de la deuda y el de los fondos propios. Supóngase que existen dos tipos de proyecto, proyectos buenos (B) y malos (M), con los siguientes ingresos esperados:

$$IE_b = \alpha_{e,b} C_b$$

$$IE_m = \alpha_{e,m} C_m$$

donde tanto la probabilidad de éxito como el flujo de caja es mayor para el proyecto B. La desventaja informativa del banco reside en que no conoce el verdadero valor de estas variables para cada proyecto que solicita financiamiento. El incentivo al engaño por parte de los deudores del tipo M, motivada por la búsqueda de mayores beneficios, actúa como agravante. Si un deudor del tipo M lograra convencer al banco de que se trata de un proyecto del tipo B el costo de los fondos sería menor y el beneficio esperado subiría:

$$a_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{a_{e,b}} P \right) > a_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{a_{e,m}} P \right)$$

De acuerdo a su riesgo de repago la tasa de interés debería ser $r_p = (1+r)/\alpha_m$ pero el deudor deshonesto usufructúa la falta de información del banco haciéndose pasar por un proyecto del tipo B con tasa $r_p = (1+r)/\alpha_b$. Es preciso subrayar que el acreedor exige documentación sobre el proyecto y monitorea su progreso, pero esta información puede no ser fidedigna, dejando al banco sin instrumentos para comprobar su veracidad más allá de cualquier esfuerzo en este sentido.

Lejos de aceptar pasivamente este estado de cosas, el banco se cubre asignando a cada proyecto una determinada probabilidad de que sea bueno o malo. Recurriendo a su experiencia, el banco estima que una proporción p_b de los proyectos que solicitan fondos es del tipo B y una proporción $p_m = (1-p_b)$ es del tipo M. En vista de su ignorancia, el

banco considera a cada proyecto, independientemente de su verdadera calidad, como un promedio ponderado de ambos y carga la siguiente y única tasa de interés:

$$r_p = \frac{1+r}{p_e} - 1$$

p_e es la probabilidad ponderada de éxito, $p_e = p_b \alpha_b + p_m \alpha_m$, que el banco atribuye a todos los proyectos. Como $\alpha_b > p_e > \alpha_m$, la nueva tasa de interés eleva el beneficio de los malos deudores y reduce injustamente el de los buenos:

$$BE_b = \mathbf{a}_{e,b} \left(C_b - \frac{1+r}{p_e} P \right) < \mathbf{a}_{e,b} \left(C_b - \frac{1+r}{\mathbf{a}_{e,b}} P \right)$$

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{p_e} P \right) > \mathbf{a}_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{\mathbf{a}_{e,m}} P \right)$$

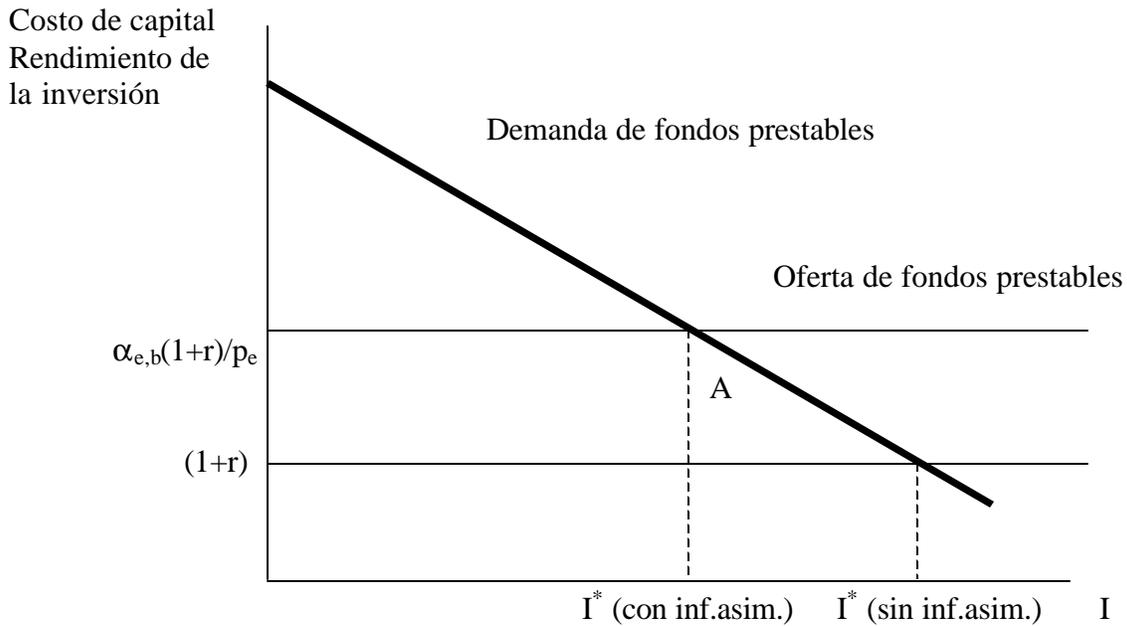
El banco, por su parte, obtiene el pretendido rendimiento r ya que, si presta a un gran número de deudores, obtendrá en promedio:

$$p_b \mathbf{a}_{e,b} (1+r_p) + p_m \mathbf{a}_{e,m} (1+r_p) = 1+r$$

La irónica enseñanza es que no es la parte peor informada (el banco) sino la mejor informada (los deudores) la que sufre las consecuencias de la asimetría informativa. En particular, para los buenos deudores, el costo de la deuda supera al costo de oportunidad de los fondos propios:

$$\frac{\mathbf{a}_{e,b}}{p_e} (1+r) > (1+r)$$

Tratándose de un problema irradicable, la información asimétrica constituye una *falla de mercado* que podría ameritar la intervención del gobierno, promoviendo condiciones crediticias más justas para los deudores de alta calidad. La naturaleza del problema puede ilustrarse a través del siguiente diagrama:



Las líneas horizontales reflejan la oferta de fondos prestables que enfrenta el empresario. Sin problemas de información asimétrica, el empresario tiene un costo de capital de $(1+r)$, con prescindencia de que se fondee con deuda o con fondos propios. En contraste, con información asimétrica los fondos propios son más baratos que los ajenos, incluso en ausencia de costos de intermediación e impuestos. Por su parte, la demanda de fondos prestables es sencillamente la curva de productividad marginal (decreciente) de la empresa. Esta curva muestra el costo de capital máximo que tolera la empresa para cada nivel de inversión. El nivel de equilibrio de la inversión I^* se encuentra en la intersección de ambas líneas, esto es, el punto donde se igualan el costo marginal y el beneficio marginal.

Para las empresas de alta calidad, damnificadas por su convivencia con malos proyectos, el cuadro tiene un costo evidente medido por el triángulo A, cuya base es la inversión desechada a causa del elevado costo de la deuda y cuya altura es el rendimiento de esa inversión (neta del costo de oportunidad social de esos fondos, r , representado por la compensación exigida por los depositantes para postergar su consumo). Esta es la *pérdida social* que el gobierno intenta eludir mediante un sistema de garantía de los préstamos privados.

El análisis de las bondades y desventajas de tal sistema estará pautado de la siguiente manera: primero, se verá cómo la instauración de una garantía estatal plena altera el cuadro anterior; segundo, se examinarán los incentivos favorables y perversos

que induce el nuevo sistema sobre los empresarios; tercero, se propondrán mecanismos llamados a morigerar estos incentivos perversos.

La garantía plena de los préstamos para este grupo de deudores busca eliminar el sobre costo para los buenos deudores, para lo cual la garantía debe inducir al banco a cargar a estos deudores la tasa de interés pertinente de acuerdo a su riesgo, $[(1+r)/\alpha_{e,b}]$:

$$(1+r)P = p_e(1+r_p)P + p_f G_{publ}$$

$$(1+r)P = p_e \frac{(1+r)}{\alpha_{e,b}} P + p_f G_{publ}$$

$$G_{publ} = \left[1 - \frac{p_e}{\alpha_{e,b}} \right] \frac{1}{p_f} (1+r)P$$

A su vez, el nuevo beneficio esperado del deudor de alta calidad es:

$$BE_b = \alpha_{e,b} \left[C_b - \frac{(1+r)}{\alpha_{e,b}} P \right] > \alpha_{e,b} \left[C_b - \frac{(1+r)}{p_e} P \right]$$

Evaluado a partir de las verdaderas probabilidades de éxito y fracaso, el beneficio social neto de la garantía estatal es:

$$\text{Beneficio social neto} = \left[\left(\frac{\alpha_{e,b}}{p_e} - 1 \right) (1+r)dl \right] - \frac{\alpha_{f,b}}{p_f} \left[\left(1 - \frac{p_e}{\alpha_{e,b}} \right) (1+r)dl \right]$$

El primer término representa el beneficio social esperado, medido por el triángulo del último gráfico o, en forma equivalente, el aumento del beneficio esperado del empresario recién calculado. El segundo término, por su parte, identifica el costo social esperado ligado a la garantía estatal. Bajo estos supuestos, para valores realistas de los parámetros, el sistema de garantía sería deseable. Por ejemplo, si $\alpha_{e,b} = 0.7$ y $p_e = 0.5$, el beneficio social neto llegaría al 25.1%.

Sin embargo, este análisis padece de una grave falencia, al aceptar implícitamente que el gobierno posee la información y el control que no tiene el banco. En la sección que sigue se examinarán los principales problemas que genera la remoción de ese supuesto.

2 Desventajas prácticas del sistema de garantía

Una óptica crítica y realista sobre la instauración de un sistema de garantía debe necesariamente contemplar las dificultades del gobierno a la hora de asignar y monitorear las garantías concedidas. Desafortunadamente, la desventaja informativa gubernamental no puede ser menor a la que previamente enfrentaba el sistema financiero, un sector especialmente dotado, por profesionalidad y experiencia, en la recolección y procesamiento de información. En otras palabras, los buenos proyectos que merecen apoyo siguen siendo indistinguibles de los malos. A este problema de selección adversa se le suma el problema del riesgo ético: una vez en poder de los fondos, el empresario puede destinarlos a usos improductivos o altamente riesgosos, reduciendo el beneficio social y aumentando el costo social. Estas potenciales complicaciones son enumeradas en adelante.

a) Los malos deudores tienen un fuerte incentivo a participar en el programa.

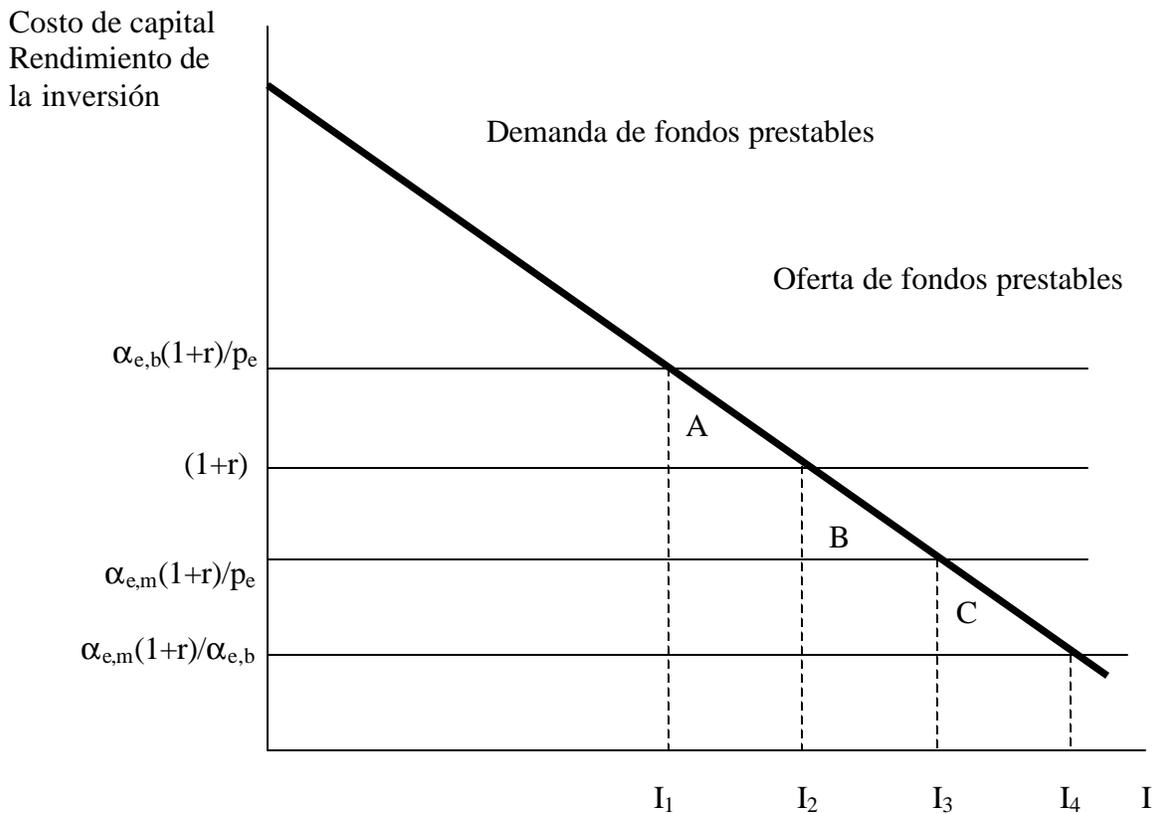
Al reducir el costo de la deuda, los malos deudores naturalmente se beneficiarían entrando al sistema de garantía:

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{\mathbf{a}_{e,b}} P \right) > \mathbf{a}_{e,m} \left(C_m - \frac{1+r}{p_e} P \right)$$

Aquí se está postulando que la tasa de interés fijada para los participantes en el programa es que deberían pagar los buenos deudores si no existieran problemas informativos. Si no es posible distinguir a los buenos de los malos deudores (como es altamente probable), igualmente imposible será fijar precisamente esa tasa de interés. De todas maneras, el sistema favorecerá a los buenos deudores siempre que:

$$(1+r_p) < \frac{1+r}{p_e} < \frac{1+r}{\mathbf{a}_{e,m}}$$

A los fines de esta sección se considerará que $(1+r_p) = [(1+r)/\alpha_{e,b}]$. En la medida que no sea posible excluir a los malos deudores, la bondad efectiva del sistema es cuestionable, como puede comprobarse a partir del siguiente gráfico:



Bajo información asimétrica, el “subsidio cruzado” de los buenos a los malos deudores origina una ineficiente asignación de recursos marcada por un nivel de inversión inferior a la óptima para los primeros (I_2-I_1 , con un costo social A) y una inversión superior a la óptima para los segundos (I_3-I_2 , con un costo social B). El sistema de garantía busca eliminar el triángulo A, ya que el B sólo desaparecería si se resolviera el problema informativo. Al subsistir este último, la adhesión al programa sería tentadora para ambos tipos de deudores. Si deudores del tipo M logran entrar, contra el beneficio del triángulo A surgiría el perjuicio social C, causado por el abaratamiento del capital para *todos* los deudores.

b) El sistema de garantía reduce el incentivo de las empresas a retener ganancias y a constituir garantías propias

En un contexto de información asimétrica, los fondos propios y las garantías pueden actuar como una *señal* que los buenos deudores ofrendan a sus potenciales acreedores con el propósito de manifestar su compromiso con el proyecto de alta calidad y lograr mejores condiciones crediticias. Las garantías privadas, G_{priv} , reducen la tasa de interés r_p :

$$(1+r)P = p_e(1+r_p)P + p_f G_{priv}$$

$$(1+r_p) = \frac{(1+r)P - p_f G_{priv}}{p_e P}$$

El correspondiente beneficio de cada proyecto es:

$$\begin{aligned} BE_b &= \mathbf{a}_{e,b} \left[C_b - \frac{(1+r)P - p_f G_{priv}}{p_e} \right] - \mathbf{a}_{f,b} G_{priv} \\ &= \mathbf{a}_{e,b} \left[C_b - \frac{(1+r)P}{p_e} \right] + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,b} p_f}{p_e} - \mathbf{a}_{f,b} \right) G_{priv} \end{aligned}$$

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)P}{p_e} \right] + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,m} p_f}{p_e} - \mathbf{a}_{f,b} \right) G_{priv}$$

Dado que $p_f > \alpha_{f,b}$ y $\alpha_{e,b} > p_e$, las garantías privadas mejoran la rentabilidad de los buenos proyectos puesto que su costo (la pérdida del bien empeñado en caso de que el proyecto fracase) es inferior a su beneficio (la baja de la tasa de interés si el proyecto fructifica). Lo contrario se aplica a los proyectos de tipo M. Para un valor de garantías suficientemente grande, $BE_m < 0$ y los malos proyectos se autoexcluirían del mercado, resolviendo el problema de la información asimétrica; en este caso la garantía constituiría una señal efectiva. Pero hasta que se alcance este punto, también los malos deudores se verán obligados a presentar garantías, so pena de revelar su naturaleza. Cabe agregar que si las verdaderas probabilidades de éxito y fracaso fueran conocidas por el banco –esto es, si no hubiera asimetría alguna–, las garantías serían irrelevantes, ya que el costo y el beneficio se compensarían exactamente, como puede comprobarse con las fórmulas anteriores.

Frente a este incentivo espontáneo a aportar garantías, un sistema estatal es claramente preferible para la empresa, ya que preserva el beneficio de la garantía privada pero elimina su costo:

$$BE_b = \mathbf{a}_{e,b} \left[C_b - \frac{(1+r)P}{\mathbf{a}_{e,b}} \right]$$

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)P}{\mathbf{a}_{e,b}} \right]$$

Algo similar acontece con los fondos propios, que reducen la necesidad de recurrir al más costoso financiamiento bancario para los buenos deudores:

$$BE_b = \mathbf{a}_{e,b} [C_b - (1+r_p)P] = EI_b - \mathbf{a}_{e,b} \frac{(1+r)}{P_e} (I - FP) - (1+r)FP$$

$$= EI_b - \mathbf{a}_{e,b} \frac{(1+r)}{P_e} I + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,b}}{P_e} - 1 \right) (1+r)FP$$

En cambio, como los fondos propios son más caros que la deuda para los malos deudores, el aporte de fondos propios disminuye el beneficio de estos últimos:

$$BE_m = EI_m - \mathbf{a}_{e,m} \frac{(1+r)}{P_e} I + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,m}}{P_e} - 1 \right) (1+r)FP$$

Si el gobierno garantiza los préstamos, los deudores no tendrán necesidad de usar fondos propios, elevando así su beneficio.

Si bien la información asimétrica genera una carga injusta sobre los buenos deudores, no menos cierto es que éstos cuentan con mecanismos de mercado para eludir esa carga. Si el gobierno se hace cargo de solucionar el problema, los deudores evitarán usar sus propias garantías y fondos propios. Este es un problema de riesgo ético, reflejado en el hecho de que los buenos deudores ocultan su patrimonio para beneficiarse del programa estatal. La sustitución de la garantía y los fondos propios de los deudores por la garantía estatal tiene tres costos evidentes:

- Genera una obligación fiscal en caso de que los proyectos fracasen.
- Reduce el ahorro empresario y eventualmente el ahorro nacional.
- Estimula la preferencia por los proyectos riesgosos.

El primer punto es conocido, pero los otros dos son menos evidentes. La única forma de acumular fondos propios consiste en retener ganancias, distribuyendo menos dividendos. Las ganancias retenidas, o ahorro empresario, forman parte del ahorro nacional del sector privado. Si el sistema de garantía estatal libera al sector privado de retener ganancias, es probable que el ahorro nacional se contraiga.³ Como se mencionó

³ Aquí se plantea una interesante discusión sobre el llamado “velo corporativo”. Dado que las familias son las propietarias últimas de las empresas, aquellas compensarán el menor ahorro empresario con un mayor ahorro personal hasta llegar al ahorro total deseado. Sin embargo, diversos factores –entre ellos, varios de naturaleza informativa- determinan que el aumento del ahorro personal no compense la caída del ahorro empresario, desembocando en una reducción del ahorro privado.

previamente, a pesar de que reduce su beneficio, los deudores de baja calidad se ven obligados a ofrecer garantías con el fin de no quedar desenmascarados, lo cual implicaría una mayor tasa de interés. Si el gobierno no puede distinguir entre buenos y malos deudores y no cuenta con información fehaciente sobre la disponibilidad de garantías y fondos propios de cada uno de ellos, todos los deudores preferirán acogerse al programa y evitar la constitución de garantías. En vista de que las garantías actúan como un mecanismo disciplinador de los deudores al hacerlos partícipes en las pérdidas, los proyectos más riesgosos se hacen todavía más rentables para el empresario a pesar de que su rentabilidad intrínseca sea baja ($EI_m < EI_b$):

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)P}{\mathbf{a}_{e,b}} \right] > \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)P}{p_e} \right] + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,m} p_f}{p_e} - \mathbf{a}_{f,b} \right) G_{priv}$$

Y lo mismo sucede cuando se trata del aporte de fondos propios:

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)P}{\mathbf{a}_{e,b}} \right] > \mathbf{a}_{e,m} \left[C_m - \frac{(1+r)I}{p_e} \right] + \left(\frac{\mathbf{a}_{e,m}}{p_e} - 1 \right) (1+r)FP$$

Por cierto la situación amerita mayor consideración una vez que el propietario de un buen proyecto puede no poseer los fondos propios ni las garantías necesarios, ante lo cual el sobrecosto financiero subsistiría (este es el supuesto implícito en la sección anterior, donde se postulaba la ausencia de garantías privadas). La dificultad para remover esta ineficiencia sin crear otras nuevas exige tomar medidas complementarias, como se verá luego.

c) La garantía estatal estimula el consumo

Un sistema de garantía estatal debe propender al incremento de la inversión productiva. Sin embargo, para las empresas donde la propiedad y la gerencia están unidas (lo cual sucede habitualmente en las pequeñas y medianas empresas), las decisiones de inversión y consumo por parte del empresario no son independientes entre sí, ya que su consumo personal se financia con las ganancias de la empresa, una vez emprendidas las inversiones rentables. La teoría económica ha establecido desde hace largo tiempo, a través de los enfoques del ingreso permanente y el ciclo vital, que los individuos prefieren mantener un consumo estable en el tiempo por contraposición a cambios pronunciados de un período a otro. Como el acceso a deuda más barata aumenta el ingreso futuro, el empresario puede desear repartir esa bonanza entre ambos períodos elevando el consumo presente y desvirtuando parcialmente el objetivo del sistema de garantía.

Supóngase que el empresario puede realizar una inversión altamente rentable que madura en el período siguiente, la que por cada peso invertido arroja $(1+\theta)$ pesos. Además de contar con fondos propios FP acumulados en períodos previos, el flamante sistema de garantía le permite conseguir un determinado préstamo P a la tasa ϕ . La

rentabilidad de la inversión es tal que $\theta > r_p$. Con estos elementos, el empresario debe decidir cuánto consumir en el primer período (Cons1) y cuánto en el segundo (Cons2), decisión que implícitamente establece la inversión del primer período I. En términos algebraicos:

$$Cons1 = FP + P - I$$

$$Cons2 = (1 + q)I - (1 + r_p)P$$

Como el empresario desea igualar su consumo en ambos períodos, podemos hallar la inversión óptima I:

$$FP + P - I = (1 + q)I - (1 + r_p)P$$

$$I = \frac{FP + (2 + r_p)P}{(2 + q)}$$

Un resultado sumamente interesante emerge de esta solución: mientras que una mayor disponibilidad de deuda tiene un efecto positivo, la tasa de interés más baja *reduce* la inversión. Como por cada peso de deuda el empresario se apropia de $(\theta - r_p)$, un menor costo del capital aumenta el ingreso del empresario en el segundo período, posibilitando un mayor consumo tanto en el segundo período como en el primero. De la fórmula surge que cada peso de deuda se transforma en $[(2 + r_p)/(2 + \theta)]$ de inversión, donde la última expresión es menor que uno.

Otra consecuencia potencialmente contraria a la efectividad del programa es que el endeudamiento exagera el incentivo a la quiebra. El empresario-consumidor puede incrementar su consumo presente y futuro ignorando el compromiso de repagar la deuda en el segundo período; como el excedente del empresario es mayor, el consumo sube en ambos períodos comparado con el caso anterior. Supóngase que el mercado impone sanciones S sobre el deudor que reniega de su deuda (por ejemplo, embargando parte del ingreso en el segundo período o, si se quiere, penalizándolo con crédito escaso o más caro en el futuro). Los nuevos niveles de consumo e inversión surgen de:

$$Cons1 = FP + P - I$$

$$Cons2 = (1 + q)I - S$$

$$I = \frac{FP + S}{(2 + q)}$$

Si $S < (2 + r_p)P$ –el repago de la deuda es más costoso que las sanciones–, la inversión será más baja, debido a que el ingreso neto del empresario en el segundo período, y el aumento del consumo en ambos períodos, es mayor. Más aún, dado que el bienestar del empresario depende en última instancia de su consumo, y éste es más alto en ambos períodos, es factible que opte por la última estrategia.

Esta acción oculta (obviamente, el deudor no anuncia de antemano su intención de no honrar la deuda) tiene implicancias fundamentales para la conformación de un

sistema de garantía eficaz. A pesar de que la notación es distinta, este problema puede asimilarse a los anteriores, interpretando el consumo como un proyecto de inversión con probabilidad nula de éxito (si el deudor utiliza la deuda para incrementar el consumo, no habrá ingreso alguno).

d) La garantía estatal afecta la preferencia por proyectos riesgosos

Incluso en ausencia de un sistema de garantía, el contrato de deuda bajo información asimétrica fomenta un sesgo hacia los proyectos riesgosos a través de la responsabilidad limitada del deudor: un proyecto con alto flujo de caja C y baja probabilidad de éxito α_e puede resultar conveniente para el empresario porque en caso de éxito se apropia de los beneficios pero no debe afrontar pérdida alguna en el caso contrario. Como todo empresario actúa en función de la ganancia económica, la decisión a favor o en contra del proyecto riesgoso surgirá de la comparación entre:

$$BE_b = \mathbf{a}_{e,b} [C_b - (1 + r_p)P] = EI_b - \mathbf{a}_{e,b} (1 + r_p)(I - FP) - (1 + r)FP$$

$$BE_m = \mathbf{a}_{e,m} [C_m - (1 + r_p)P] = EI_m - \mathbf{a}_{e,m} (1 + r_p)(I - FP) - (1 + r)FP$$

$$BE_b - BE_m = (EI_b - EI_m) - (\mathbf{a}_{e,b} - \mathbf{a}_{e,m})(1 + r_p)P$$

Como ilustra la fórmula, dos fuerzas colisionan al momento de optar entre los proyectos B y M: el mayor ingreso esperado del proyecto B puede verse contrarrestado por su mayor probabilidad de éxito, que implica una menor responsabilidad limitada.

El sistema de garantía en dos sentidos contrarios sobre el sesgo hacia los proyectos riesgosos. Por un lado, reduce la tasa de interés de los préstamos r_p , lo cual reduce la deuda total (capital más intereses) y el consecuente atractivo de la responsabilidad limitada. Por el otro, es posible que el programa permita elevar la deuda P de algunas empresas antes excluidas del mercado de crédito, favoreciendo el sesgo hacia los proyectos riesgosos.

Estrechamente vinculado a este punto, el ingreso al programa por parte de empresas previamente endeudadas magnifica este sesgo, como puede constatarse mediante una simple modificación de la última fórmula:

$$BE_b - BE_m = (EI_b - EI_m) - (\mathbf{a}_{e,b} - \mathbf{a}_{e,m})[(1 + r_p)P + (1 + r_{p,0})P_0]$$

donde $[(1 + r_{p,0})P_0]$ representa el capital e intereses previamente asumida.

e) No es claro que el banco seleccione los proyectos adecuados

En un sistema financiero competitivo, el propósito del banco es obtener por los préstamos garantizados un ingreso que cubra el costo de los depósitos y otros gastos de

funcionamiento. La garantía estatal plena, en la que el gobierno paga al banco $(1+r)P$ cada vez que el proyecto fracasa, hace al banco indiferente entre un deudor bueno y otro malo, ya que en ambos casos se trata de un préstamo seguro:

$$EI_{Banco} = \mathbf{a}_e(1+r_p)P + \mathbf{a}_f(1+r)P = (1+r)P$$

$$r_p = r$$

independientemente de cuál sea la probabilidad de éxito α_e . Evidentemente, distinguir entre ambos tipos de deudores es una tarea ardua –si no fuera así, no se justificaría el sistema de garantía-, pero si el banco no aplica esfuerzo alguno a la identificación de los buenos deudores, los resultados del programa serán inciertos. Una vez más, la garantía parcial puede remediar este inconveniente, alentando la búsqueda de información al preservar parte del riesgo de repago para el banco. Habida cuenta de que el banco extenderá préstamos sólo si alcanza el ingreso esperado $(1+r)P$, si el gobierno establece una determinada tasa de interés para el programa y garantiza una fracción δ del préstamo, entonces el banco escogerá proyectos con alta probabilidad de éxito:

$$(1+r)P = \mathbf{a}_e(1+r_p)P + \mathbf{a}_f\mathbf{d}(1+r_p)P$$

$$\mathbf{a}_e = \frac{(1+r) - \mathbf{d}(1+r_p)}{(1-\mathbf{d})(1+r_p)}$$

Dadas estas condiciones, supóngase que $r=0.06$ y $r_p=0.12$: si $\delta=0.9$, $\alpha_e=0.46$, mientras que si $\delta=0.5$, entonces $\alpha_e=0.89$. La garantía induce una preferencia por proyectos más seguros por parte del banco.

No debería dejarse de lado el hecho de que la asimetría informativa oscurece la identificación del beneficiario del subsidio crediticio: el prestatario o el banco. Si un proyecto con alta probabilidad de éxito no logra distinguirse del resto, el banco puede estar apropiándose de un subsidio a costa del deudor. Como ejemplo extremo, supóngase que $r=0.06$ y que un determinado proyecto en busca de financiamiento es completamente seguro ($\alpha_e=1$); este proyecto debería pagar una tasa $r_p=r$. Si la tasa de interés del programa es $r_p > r$, tal como es previsible, el banco obtendrá un beneficio extraordinario (más allá de que el deudor todavía puede todavía ser beneficiado, si la tasa previa a la existencia del sistema de garantía era incluso superior a r_p).

Los costos de información, que se han ignorado hasta aquí, también interactúan con el sistema de garantía. A pesar de que el banco difícilmente logre obtener toda la información relevante sobre el proyecto, puede mejorar su conocimiento incurriendo en costos de información sobre el deudor y su proyecto. Como la garantía estatal minimiza el costo para el banco ante un fracaso del proyecto, el incentivo a afrontar costos de información se reduce. Supóngase que si el banco escoge aleatoriamente a un participante en el programa, la probabilidad de éxito de este deudor es α_e , mientras que afrontando un gasto fijo de CI puede hallar un deudor caracterizado por $\alpha_e' > \alpha_e$. El banco adoptará la segunda estrategia sólo si:

$$\mathbf{a}_e'(1+r_p)P + \mathbf{a}_f'd(1+r_p)P - CI > \mathbf{a}_e(1+r_p)P + \mathbf{a}_f'd(1+r_p)P$$

$$[(\mathbf{a}_e' - \mathbf{a}_e) + (\mathbf{a}_f' - \mathbf{a}_f)d](1+r_p)P - CI > 0$$

Si $\alpha_e' = 0.9$, $\alpha_e = 0.6$, $r_p = 0.12$, $P = 100$ y $\delta = 0.9$, el aumento gratuito en la probabilidad de éxito aumentaría el ingreso del banco en \$3.4. Naturalmente, si $CI \geq \$3.4$ el banco preferirá permanecer desinformado. A su vez, si no existiera sistema de garantía ($\delta = 0$), el banco estaría dispuesto a pagar hasta \$33.6.

Como última observación, debe notarse que el banco no financiará necesariamente proyectos de alta rentabilidad (alto EI), la variable a través de la cual se mide el beneficio social del programa. Sin embargo, este no es problema del sistema de garantía sino una característica propia del contrato de deuda en contraposición al de acciones, donde el proveedor de los fondos comparte las ganancias y por tanto tiene un incentivo a escoger proyectos con alto EI. Como el ingreso del banco depende de la tasa de interés preestablecida, su mayor preocupación es la probabilidad con la que cobrará su deuda y no el ingreso total del deudor.

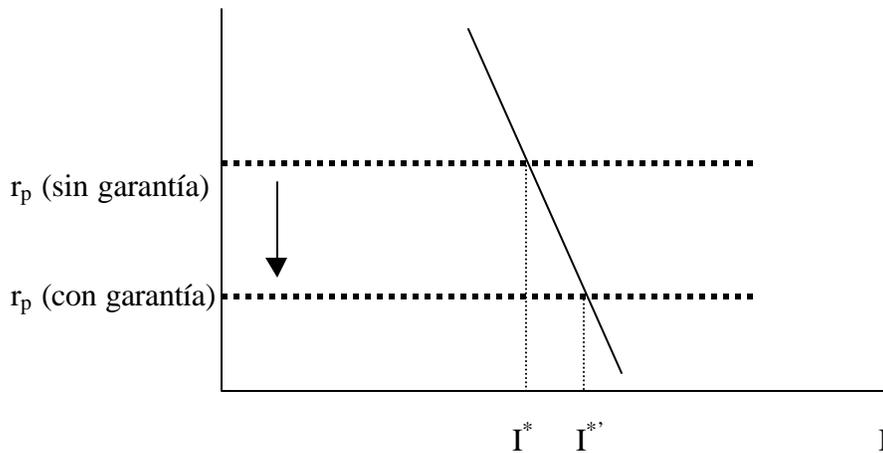
f) La garantía puede simplemente favorecer a algunos deudores en detrimento de otros

A menos que los préstamos garantidos se financien con nuevos pasivos bancarios o con activos líquidos distintos a los préstamos, los nuevos préstamos conllevarán un desplazamiento de antiguos deudores del sistema financiero. Si éste es el caso, el sistema de garantía será aceptable desde el punto de vista social si el beneficio neto de los nuevos proyectos (su ingreso esperado EI neto del costo estatal) supera al ingreso esperado de los proyectos previos.

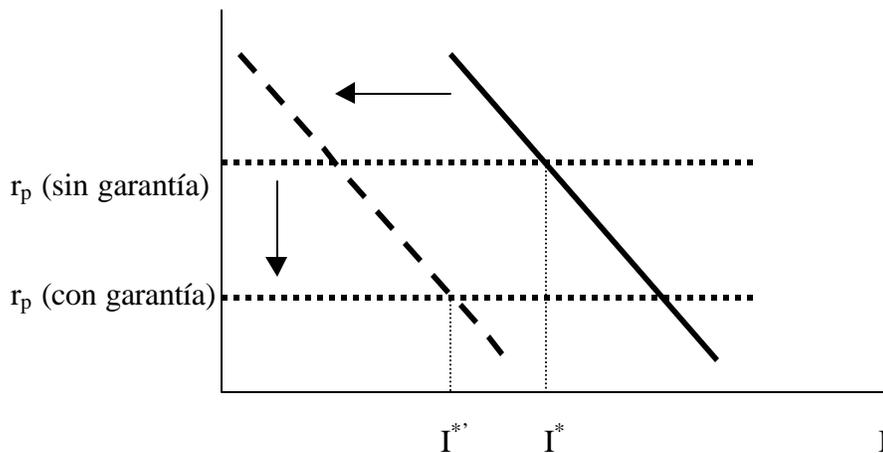
En definitiva, debe tenerse en cuenta que *el sistema de garantía no crea crédito neto*. La capacidad prestable del sistema financiero está dada por el ahorro doméstico y externo intermediado (depósitos). De no mediar la existencia de reservas excedentes, otros activos líquidos o inyecciones de capital, los nuevos préstamos implicarán un desplazamiento de otros préstamos.

g) La demanda de crédito depende de diversos factores

Debería ser claro que el sistema de garantía reduce el costo de capital para las empresas. Sin embargo, esta no es una condición suficiente para que se incremente en forma sensible la inversión y el empleo de las empresas favorecidas. Para ello es útil reproducir el diagrama empleado anteriormente:



La respuesta o elasticidad de la inversión a la tasa de interés puede ser baja, como se muestra en el gráfico: un cambio importante en la tasa de interés a partir del programa de garantía puede inducir un crecimiento modesto en la inversión empresarial (de I^* a $I^{*'}$), por diversos motivos (incertidumbre, falta de oportunidades atractivas). Otra contrariedad, tanto o más importante, es que la demanda de fondos para inversión depende de las condiciones macroeconómicas. En particular, si la economía atraviesa un ciclo recesivo, la tasa de interés pasa a ser una consideración secundaria en la determinación del nivel óptimo de inversión:



El movimiento de la curva de demanda de fondos para inversión hacia la izquierda refleja el clima de flaca demanda agregada y su impacto sobre la inversión de la empresa. Esta invierte para satisfacer futura demanda, por lo que una recesión actual deteriora las expectativas empresariales. En el caso descrito en el gráfico, el resultado final es una reducción de la inversión (de I^* a $I^{*'}$) a pesar de la disminución de la tasa de interés propiciada por el programa.

Conclusión: Un sistema de garantía plena no asegura los resultados deseados. Si bien un problema informativo proporciona una justificación para el sistema (la selección adversa que lleva a confundir buenos y malos proyectos), otros problemas informativos relativizan su efectividad:

- El riesgo ético en que puede incurrir el deudor escogiendo proyectos riesgosos e improductivos aprovechando el menor costo de financiamiento y la posibilidad de deslindar responsabilidades ante un mal resultado, amparado en la desinformación del gobierno y el banco con respecto al destino de los fondos.
- La falta de compromiso del banco encargado de la selección de los proyectos con los objetivos del gobierno.

En la sección que sigue se hará un análisis más detallado, pero ya se pueden anticipar dos medidas para perfeccionar el sistema:

- i) La garantía debe ser parcial.
- ii) La participación en el programa debe tener un costo para el deudor a ser pagado por anticipado.

En el punto anterior se concluyó que la garantía parcial alienta la búsqueda de buenos proyectos por parte del banco. Lo mismo pasa con los potenciales deudores. En términos analíticos, si la garantía cubre una proporción $\delta < 1$ y se le carga al deudor una prima $\mu < 1$ para participar en el programa, el beneficio esperado del prestatario será:

$$BE_b = \mathbf{a}_{e,b}[C_b - (1 + r_p)P] - \mathbf{a}_{f,b}(1 - \mathbf{d})(1 + r)P - \mathbf{m}(1 + r)P$$

Al reducir el beneficio en un escenario desfavorable, la garantía parcial y el costo de entrada al programa morigeran el atractivo de las conductas oportunistas, tales como la preferencia por proyectos riesgosos y el uso de los fondos para fines personales. Cuanto mayores sean δ y μ , mayor es el beneficio de los proyectos con alta probabilidad de éxito (en el caso de la disyuntiva entre inversión y consumo, estos mecanismos actúan como sanciones que disminuyen la ventaja de la estrategia oportunista). La cobertura parcial contribuye a preservar el saludable incentivo privado a aportar garantías y fondos propios para reducir la tasa de interés. La prima, que el deudor integra antes de recibir el préstamo, tiene como objetivo adicional replicar el rol de los fondos propios, aumentando el compromiso del deudor con el resultado del proyecto. Por supuesto, el sistema de garantía mejorará la posición de los buenos deudores sólo si el beneficio del empresario es mayor que el que alcanzaría sin la intervención estatal ($BE_b = \alpha_{e,b}[C_b - (1 + r)/p_e]$), lo cual impone un límite máximo a los valores de δ y μ .

Amén de mejorar los incentivos privados hacia los buenos proyectos, estas medidas reducen el costo (unitario) esperado del programa, directamente a través de δ y μ , e indirectamente a través de un menor \mathbf{a}_f :

$$\text{Costo esperado} = \mathbf{a}_f \mathbf{d}(1 + r)P - \mathbf{m}(1 + r)P$$

3 Recomendaciones para el diseño de un sistema de garantía

El análisis de las secciones previas permite extraer varias conclusiones de cara a la conformación de un sistema de garantía estatal eficaz y eficiente:

3.1. El gobierno debe delegar en el sistema financiero la selección de los proyectos y el cobro de la deuda.

Los bancos están especialmente dotados para la tarea de recolección y procesamiento de información sobre potenciales deudores; de hecho, esta es la principal razón de ser de los intermediarios financieros. Si el gobierno tomara para sí la selección de los proyectos que gozarán de la garantía, su desventaja informativa –que tampoco es erradicada por los bancos comerciales- puede crear una considerable ineficiencia en la asignación de recursos, favoreciendo inintencionadamente a proyectos de baja rentabilidad social. El gobierno no cuenta con mecanismos adecuados para eludir los severos problemas de incentivos enumerados en la sección anterior.

2. Debe dotarse de incentivos al repago a los participantes en el programa

El diseño del sistema de garantía tiene la delicada tarea de contemplar que los buenos deudores accedan a financiamiento en condiciones justas pero al mismo tiempo evitar que los deshonestos utilicen los préstamos subsidiados para fines personales y no productivos. Ante la ineludible realidad de que los problemas de información le impiden distinguir entre estos grupos, el gobierno debe imponer requisitos que ahuyenten a los deudores oportunistas preservando el atractivo para los buenos deudores. Aunque la discriminación nunca será perfecta, dos medidas en este sentido son la *garantía parcial* (por ejemplo, inferior al 90%) y el cobro de una *prima* inicial (por ejemplo, 1% del préstamo). Si bien estos gastos reducen el beneficio para los buenos deudores, éstos seguramente encontrarían atractivo el sistema una vez que la tasa activa promedio en Argentina se ubica en torno al 25% en pesos y al 14% en dólares frente a tasas pasivas del 6% en ambas monedas.⁴ Si la tasa de interés para los participantes en el programa es, por ejemplo, 12% (o, alternativamente, la tasa a empresas de primera línea publicada por el Banco Central más tres puntos porcentuales) con plazos y período de gracia generosos, parece claro que ni la garantía parcial ni la prima evaporan el beneficio.

Al atar la suerte del empresario a la del proyecto, ambas limitaciones al subsidio estatal tienen un saludable impacto sobre el incentivo del deudor a seleccionar proyectos de bajo riesgo. Como efecto colateral, obligan a los empresarios interesados en participar en el programa a acumular activos líquidos e ilíquidos, elevando así el ahorro nacional.

Dentro de los requisitos formales para participar en el programa, el gobierno debería imponer condiciones sobre el uso de los fondos, prohibiendo el uso para actividades especulativas, el aumento de los honorarios a directores o el repago de deuda financiera o fiscal previa. En el evento de quiebra, el gobierno debería ser liberado de su

⁴ Ver Nicolini y Buera (1998).

compromiso. Como se enuncia más abajo, esta cláusula de rescisión mejora también los incentivos del banco.

Otra medida con efectos similares es el anuncio de que el gobierno se reserva el derecho a divulgar para conocimiento de todos los bancos comerciales el grado de cumplimiento financiero de los deudores, como mecanismo sancionatorio a los tomadores oportunistas que emprenden proyectos con baja capacidad de repago.

3.3. El gobierno debe supervisar el préstamo desde su otorgamiento hasta su cancelación

Una falla usual en la concepción de muchas medidas de apoyo al sector privado es la ausencia de una evaluación exhaustiva de los resultados. En vista de que los beneficios de un sistema de garantía dependen en forma crucial de la eficiencia de su puesta en marcha, es preciso contar con elementos objetivos para decidir la continuidad o terminación del mismo, los cuales surgen necesariamente de la experiencia concreta en el pasado. De igual manera, la historia crediticia de los deudores es fundamental para establecer si son merecedores de nuevos créditos, tanto dentro como fuera del sistema de garantía. Y aquí subyace un beneficio en general no contemplado del sistema: una empresa seria y rentable, previamente excluida del mercado de crédito, puede encontrar financiamiento voluntario si cumple con sus compromisos dentro del programa. De otra manera, es posible que los obstáculos informativos de los bancos priven a este buen deudor de la oportunidad de demostrar su alta capacidad de repago.

Estos factores hacen deseable que el gobierno recopile y procese estadísticas minuciosas sobre el deudor y su desempeño antes y después de la recepción del préstamo, así como sobre las características de la industria en la que se desenvuelve. Esta información es extremadamente útil para evaluar, aunque sea imperfectamente, eventuales acciones ocultas (cambios pronunciados en los honorarios a directores, tipo de inversiones encaradas, etc.). Por último, la información acumulada facilita la identificación de la causa de la quiebra: problemas de solvencia (malos proyectos) o problemas financieros (alto endeudamiento, alto costo del capital, iliquidez); problemas propios de la empresa o cambios exógenos adversos (baja demanda, suba de la tasa de interés); y así sucesivamente.

La descentralización de esta tarea en los gobiernos provinciales o incluso municipales y la consulta con las cámaras empresarias locales constituye un buen paso para realizar una selección y escrutinio apropiados de los deudores, habida cuenta de que su conocimiento y comunicación con los potenciales deudores es más estrecho.

3.4. Deben crearse incentivos para que los bancos escojan proyectos que se encuadren en las características deseadas por el gobierno

Más allá de su mejor capacidad para seleccionar proyectos, la garantía estatal iguala a todos los proyectos a los ojos del banco, eliminando el incentivo a escoger proyectos rentables y con alta probabilidad de repago. Aunque no se encargue de la distribución de los préstamos, el gobierno debe monitorear la aplicación de la garantía a proyectos generados por empresas excluidas del mercado de crédito o sometidas a

condiciones excesivamente duras en plazo, monto y tasa, y que el objetivo del programa (la mejora en estas condiciones) se cumpla efectivamente.

Ante la inhabilidad del gobierno para observar los deudores merecedores de crédito, un sistema de garantía con una única tasa de interés puede terminar favoreciendo al mismo banco (si presta a deudores con alta probabilidad de repago) o a propietarios de proyectos altamente riesgosos o improductivos.⁵ En este último caso, el banco puede incurrir en fraude, prestando subrepticamente a tasas más elevadas a las del programa, descargando su responsabilidad en la cobertura estatal.

La garantía parcial, e incluso el cobro de una prima, contribuyen a alinear los incentivos del gobierno (maximizar el beneficio social) con los del banco (maximizar el beneficio propio). Habida cuenta de que la intervención directa del gobierno en la asignación de los préstamos no resulta aconsejable a causa de la inferioridad informativa del Estado o la primacía de objetivos políticos, una evaluación posterior de los créditos concedidos es saludable. Ella tendría por finalidad la estimación de los resultados del programa y de la eficacia del sistema financiero en la distribución de los préstamos, brindando elementos objetivos para decidir la continuidad o el perfeccionamiento del programa.

Para mejorar el incentivo del banco a escoger proyectos de alta calidad, el gobierno debería pre-aprobar los préstamos, verificando el cumplimiento de las requisitos legales para ingresar al programa (presumiblemente, el banco es más hábil que el gobierno para evaluar la viabilidad económica y financiera del proyecto). Si el préstamo no cuenta con la pre-aprobación o se comprueba falsedad de cualquier tipo en la documentación presentada, el gobierno debería ser liberado de su obligación ante el reclamo de la garantía sobre un préstamo irrecuperable.

3.5. Debe medirse objetivamente el resultado del programa

Como se mencionó anteriormente, los beneficios del programa deberían medirse por el incremento de la inversión multiplicado por su rendimiento neto (la productividad marginal menos la tasa de interés de los nuevos préstamos). Lamentablemente, la medición de estos resultados es controvertida por diversos motivos:

- a) el aumento de la inversión de las empresas favorecidas por el programa puede estar desplazando a otros inversores expulsados del sistema financiero;
- b) las empresas favorecidas podrían haber obtenido crédito sin que medie un sistema de garantía, por lo que se estaría sobreestimando el beneficio generado;
- c) debe compararse la rentabilidad de los participantes en el programa con la que logran los deudores existentes en el sistema financiero;
- d) debe netearse la pérdida de los proyectos que no llegan a buen puerto.
- e) la rentabilidad privada puede ser mayor o menor que la rentabilidad social debido a la existencia de externalidades.
- f) se ignora el costo fiscal del programa.

⁵ Bosworth y otros (1987) encuentran sobre una muestra de 120,000 préstamos bajo el sistema de garantía estadounidense desarrollado por la *Small Business Administration* que el 23.5% de los deudores declararon la quiebra. Esta alta tasa de *default* es 10 veces la que los bancos comerciales tienen sobre el resto de su cartera.

Otra concepción errónea radica en creer que el sistema de garantía promueve un aumento neto del crédito en la economía, cuando en realidad éste está determinado por el ahorro volcado por residentes y extranjeros en el sistema financiero. En definitiva, los factores citados apuntan a que el análisis de costo-beneficio debe tomar en cuenta también el costo de oportunidad de los fondos.

Un criterio más objetivo para medir los beneficios pasa por calcular el valor del subsidio crediticio como la diferencia entre la tasa de interés que pagaría el deudor si no existiera garantía estatal y la tasa bajo el sistema. Pero además de soslayar el cambio en la inversión, esta medida puede sobreestimar el efecto social del subsidio, ya que la tasa de mercado –en contraste al rendimiento del proyecto– representa en parte una transferencia entre el deudor y el banco que no afecta a la sociedad como un todo. En otros casos, no se podría calcular el subsidio para un empresario sin acceso al mercado de crédito privado.

Por estos motivos, el resultado del programa debería estimarse a través del costo fiscal: el porcentaje de préstamos que quiebran descontado al momento del desembolso y detrayendo el recuperó. Se presenta a continuación un caso base hipotético:

Cálculo hipotético del costo fiscal del sistema de garantía

Prestatario	Capital impago	Intereses impagos	Total	Recupero	Meses desde el desembolso	Tasa de descuento anual	Costo fiscal al momento del Desembolso
(1)	(2)	(3)	(4)=(2)+(3)	(5)	(6)	(7)	(8)= $0.9^{\{[(4)(5)]/[1+(7)/12]^{(6)}\}}$
1	300,000	140,000	440,000	50,000	58	0.08	238,747
2	420,000	83,000	503,000	45,000	39	0.08	318,102
3	90,000	27,000	117,000	24,000	27	0.08	69,954
.
.
Total Pérdidas	20,000,000	6,500,000	26,500,000	8,000,000			15,200,000
Total Préstamos							100,000,000
Costo fiscal por peso de préstamo							15.2%

El costo fiscal por peso de préstamo es el número más simple y fiable para guiar las decisiones acerca del éxito del programa. En el ejemplo, el sistema de garantía puede considerarse exitoso si los proyectos beneficiados arrojan una rentabilidad (medida por la relación Ventas/Inversión) mayor o igual al 15.2%, ya que en tal caso el costo social afrontado por el Estado es más que compensado por el beneficio recibido por el sector privado.⁶ De esta forma se estaría estableciendo que la bondad del programa no reside en la mera concesión de préstamos garantizados sino en el resultado económico de los

⁶ En base a una muestra de 120,000 préstamos entre 1973 y 1983, Bosworth y otros (1987) estima que el costo fiscal del sistema de garantía de la estadounidense *Small Business Administration* fue del 8.7%.

proyectos encarados. En definitiva, los parámetros para medir la conveniencia o no del programa no deberían ser distintos a los que usaría un empresario privado para establecer la viabilidad de su emprendimiento.

Desde luego, este valor no se encontrará disponible sino algunos años después de la puesta en marcha del programa, cuando un buen número de proyectos haya vencido o quebrado. Asimismo debe quedar claro que esta medida ignora otros efectos más sutiles, como el hecho de que los proyectos amparados por el programa sean menos rentables que otros que podrían haber financiado los bancos, o que el beneficio social de algunos proyectos exceda el mero beneficio privado. Sin embargo, este es un precio aceptable por contar con una medida objetiva y fácil de obtener; de lo contrario, la evaluación del programa se tornaría mucho más borrosa y laxa.

3.6. El costo fiscal del programa debe ser explicitado en el presupuesto

A diferencia de otras partidas de gasto, un sistema de garantía implica una obligación contingente para el fisco, la cual se efectiviza solamente cuando el proyecto quiebra. Dado que existe un riesgo sistemático (por ejemplo, una recesión generalizada), el presupuesto puede resentirse en forma marcada e imprevista si el costo no es contemplado debidamente. Por otra parte, la transparencia presupuestaria favorece el seguimiento del programa y de su efectividad, puesto que deja a la luz el costo de oportunidad de esos fondos. La evidencia disponible apunta a que las quiebras empresarias aumentan en las fases recesivas, por lo que el costo del programa puede materializarse precisamente en momentos de estrechez presupuestaria.

3.7. El objetivo del programa debe estar claramente definido

El apoyo a las pequeñas y medianas empresas es a veces justificado por su efecto positivo sobre el empleo, la mejora en la distribución del ingreso, la estabilidad macroeconómica⁷ e incluso por su impulso sobre la innovación tecnológica. No es propósito de este trabajo examinar el asidero de estas proposiciones. Sin embargo, la eficiencia de un sistema de garantía puede verse seriamente amenazada si se pretende atender alguno de estos objetivos. La garantía estatal puede mejorar la asignación de los recursos en la medida que intente superar la falla informativa que separa a los buenos deudores de los acreedores. Al representar una falla en el funcionamiento espontáneo del mercado, esta intervención gubernamental puede –si es instrumentada correctamente– ser beneficiosa desde el punto de vista social.

La teoría económica es taxativa en cuanto a que el gobierno debe intentar neutralizar la falla actuando directamente sobre ella. Dada la imposibilidad de remover el

⁷ Debido en gran parte a sus dificultades para acceder al crédito, las pequeñas y medianas empresas son las que más contribuyen a la profundización de los ciclos recesivos. En estos episodios, la esperable caída de las ventas está acompañada por una reducción del crédito a medida que los bancos prefieren volcarse hacia el más seguro segmento de grandes empresas, en lo que se conoce como *vuelo hacia la calidad*. Por lo tanto, un mayor volumen de crédito independiente del ciclo macroeconómico permitiría suavizar el efecto de los ciclos recesivos tanto sobre las pequeñas y medianas empresas como sobre la economía en su conjunto.

problema primigenio (la deshonestidad de algunos deudores), la garantía puede subsanar en parte el perjuicio sobre los buenos deudores. Objetivos como los enumerados al comienzo deberían ser tratados con instrumentos específicos: si se pretende fomentar el empleo, debería subsidiarse la contratación de nuevos trabajadores; si se desea estimular la innovación tecnológica, debería subsidiarse la adopción o creación de nuevos procesos de producción, y así sucesivamente.⁸ Como la garantía no ataca la raíz del problema, el resultado puede no ser el buscado, ya que nada asegura que un buen proyecto merecedor de la garantía estatal genere un alto nivel de empleo o use tecnología de punta; dando vuelta el argumento, un proyecto intensivo en trabajo o en tecnología puede ser altamente riesgoso y no calificar para una garantía. Usando un ejemplo numérico realista, piénsese que se otorgan \$100 millones de préstamos garantizados y que el costo esperado para el gobierno es el 10% de ese monto. Si la meta del gobierno es crear más empleos, el costo fiscal de \$10 millones permitiría financiar más de 5500 nuevos puestos de trabajo a partir de subsidios individuales de \$150 mensuales a distribuir entre empresas ya establecidas, sin necesidad de otorgar las garantías crediticias.

En la misma tesitura, un eventual *plan de refinanciamiento de deudas* no debería formar parte del mismo esquema de garantía que busca impulsar la inversión productiva de empresas injustamente consideradas por el sistema financiero. Tal como se observó más arriba, una empresa con un elevado nivel de endeudamiento previo puede incurrir en acciones que pongan en riesgo el repago de la nueva deuda, por ejemplo eligiendo proyectos muy riesgosos (si resultan bien, el empresario paga todas las deudas; si salen mal, no pierde nada). En cualquier caso, la nueva deuda o los ingresos del nuevo proyecto pueden derivarse al pago de las deudas previas, con lo cual el sistema de garantía estaría subsidiando indirectamente a los acreedores previos.⁹ Por otra parte, debería analizarse cuidadosamente la causa de su incapacidad para honrar sus compromisos previos, puesto que ella puede ser consecuencia de su inviabilidad económica.

Nuevamente, si por cualquier motivo la meta del gobierno es librar a estas empresas de su asfixiante posición financiera, deberían buscarse vías especialmente ideadas para ese fin y dejar de lado la aspiración de que ellas lleven adelante proyectos socialmente rentables con una aceptable probabilidad de repago. La necesidad de saneamiento financiero no constituye una falla de mercado (como sí lo son los problemas de información que padecen los buenos deudores) sino una situación que toda empresa puede atravesar en algún momento de su vida. Si se considera oportuno, el gobierno debería otorgar un subsidio explícito, y no una garantía crediticia. Por último, desde una perspectiva de largo plazo, la garantía a empresas en dificultades financieras generará un alto costo fiscal al programa, creando mayor resistencia social para su continuidad aun cuando haya sido efectivo en impulsar buenos proyectos.

⁸ No obstante, en primer lugar debería determinarse si se trata de una falla de mercado o de un problema inducido por distorsiones inducidas por el mismo gobierno. Si el diagnóstico se inclina hacia esta última conclusión, el paso lógico es la eliminación de estas distorsiones.

⁹ El acreedor previo ha cargado una tasa de interés que incluye una prima por el riesgo asumido. La posibilidad de que la deuda quede impaga ya está contemplada en esa tasa. El crédito dentro del programa de garantía aumenta repentinamente esa probabilidad de repago.

3.8. Las empresas beneficiadas por el programa deben probar fehacientemente su incapacidad para acceder a crédito en condiciones razonables

Uno de los mayores peligros del sistema de garantía es que favorezca a empresas que ya cuentan o podrían contar con crédito no subsidiado. Si así fuera, el beneficio social del programa sería más que cuestionable, ya que el nuevo crédito requiere la expulsión de deudores previos que probablemente también contarán con buenas alternativas de inversión; debido a los conocidos obstáculos informativos, es incluso posible que malos proyectos reciban apoyo en detrimento de buenos proyectos ya financiados por el banco.¹⁰

El requisito para el deudor de demostrar con documentación adecuada el rechazo de un buen número (digamos, al menos cuatro) de solicitudes de crédito por parte de bancos de la plaza es la vía más razonable para superar este problema. En su defecto, el deudor debería ofrecer prueba de que su costo financiero es excesivo.

3.9. La normalización contable e impositiva debe ser un prerrequisito para el ingreso al programa

Es frecuente que las pequeñas y medianas posean deficientes sistemas de contabilidad y que muchas de ellas no cumplan con sus obligaciones tributarias. Dado los evidentes beneficios que depara la garantía estatal, el gobierno debería utilizar la entrada al programa como un incentivo a la regularización contable e impositiva. Estados contables incompletos y poco fidedignos se erigen como una traba adicional para el acceso al crédito por parte de estas empresas. El motivo es que el banco no tiene otra opción que basarse en la experiencia productiva y financiera de la empresa para decidir la concesión del préstamo. Por ello, un sistema contable estandarizado y confiable tiene para la empresa, más allá de su costo inmediato, una ventaja de largo plazo, además de permitir al banco y al gobierno hacer un seguimiento más válido de los deudores acogidos al programa.

Como parte integral de este cambio el gobierno debería exigir la regularización impositiva del deudor. De todos modos, ésta debería ser gradual para no sobrecargar al deudor con nuevas obligaciones durante la maduración del proyecto financiado.

3.10. Deben otorgarse plazos amplios y un período de gracia a los beneficiarios del sistema

Los frutos de todo proyecto no se recogen inmediatamente. El sistema aliviará la situación financiera de la empresa no sólo a través de un menor costo de capital sino también extendiendo el plazo de vencimiento de la deuda y liberando al deudor de los servicios de la deuda durante la primera parte del contrato (período de gracia). Este

¹⁰ También es posible que, en vez de ser excluidos, los antiguos proyectos deban pagar una mayor tasa de interés, por ejemplo porque la mayor demanda de crédito (la preexistente más la creada por el programa de garantía) lleve a los bancos a atraer nuevos depósitos mediante mayores tasas, que a su tiempo se trasladarán a los deudores no amparados por la garantía estatal.

aspecto del programa es tan importante como el mismo abaratamiento de la deuda, ya que los bancos comerciales suelen otorgar préstamos de corto plazo, que no permiten financiar proyectos productivos de lenta maduración.¹¹

La observación práctica de que las empresas más jóvenes quiebran en mayor proporción que las maduras aporta un argumento adicional a favor de los plazos largos y el período de gracia.¹²

3.11. El gobierno no debe hacerse cargo de los costos administrativos del banco

Todo préstamo involucra costos administrativos para el banco, pero éstos no deberían ser subsidiados por el gobierno, ya que ellos no representan una desventaja relativa para los buenos deudores. A diferencia de la información asimétrica, la competencia entre entidades sirve al propósito de reducir los costos de intermediación. En todo caso, el gobierno debería constatar que el recargo no es abusivo, ofreciendo a los deudores información comparativa de las distintas instituciones financieras. Incluso podría licitarse la asignación de las garantías entre los distintos bancos para reducir el costo administrativo a los deudores (la tasa financiera la establece el gobierno).

¹¹ En Estados Unidos el 74% de los préstamos de la Small Business Administration en 1982 estaban pactados a más de 6 años (59% entre 6 y 10 años), mientras que para los préstamos fuera del sistema de garantía apenas el 15% tenía un plazo superior a los 6 años (11% entre 6 y 10 años).

¹² Según FIEL (1996), el 25% de las nuevas empresas en el Reino Unido desaparece antes de los 18 meses de vida, y para toda la Unión Europea sólo el 20% de las empresas llega a los 10 años.

4 Experiencia internacional: el caso de la Small Business Administration en Estados Unidos

Los esquemas de garantía estatal han sido y son aplicados en diversos países, tanto desarrollados como en desarrollo. Un caso testigo es el de Estados Unidos, país que a través de la *Small Business Administration* (SBA) ha desarrollado desde la década del '50 un amplio sistema de garantía de préstamos a pequeñas y medianas empresas. En 1999 la SBA garantizó 43,600 préstamos por un monto total de US\$ 10,147 millones (lo cual arroja un monto promedio de US\$232,000). Para apreciar el crecimiento del sistema, téngase en cuenta que en 1984 se garantizaron 17,000 préstamos por un total de US\$2,500 millones. De todas formas, es preciso notar que esta cifra representa menos del 0.2% del PIB estadounidense. La escasa contribución de los sistemas de garantía se repite en todas las experiencias internacionales: en ningún caso, la garantía estatal cubre entre 1% y 3% de los préstamos bancarios. Para conocer otros programas nacionales en países desarrollados, se remite al lector a OECD (1998). Sin embargo, en honor a la síntesis y en virtud de su similitud al caso presentado, se reproducen a continuación los principales rasgos del sistema estadounidense:

Programa de Garantía de Préstamos de la Small Business
de los Estados Unidos

Monto máximo U\$S750,000

Tasa de interés Fija o variable
La tasa fija no debe exceder los siguientes valores:
Prime Rate + 2.25% (plazo menor a 7 años)
o Prime Rate + 2.75% (plazo menor a 7 años)
Préstamos menores a U\$S25,000: Prime más 4.25%
Variable: Mínima Prime Rate o tasa pagada por el
Estado para ese plazo más spread negociado entre el
banco y el acreedor

Plazo máximo 25 años para construcciones y equipos.
7 años para capital de trabajo.
El plazo máximo también depende de la capacidad de pago,
el destino de los fondos y la vida útil de los activos
financiados.

**Porcentaje
garantizado** 80% máximo para préstamos hasta U\$S100,000.
75% máximo para préstamos superiores a U\$S100,000.

Comisiones Para cubrir gastos, la SBA carga una comisión que va
de 2% para la garantía que cubre U\$S80,000, a 3.875% para
una garantía de U\$S500,000.

A ese valor se suma una comisión anual de 0.5% sobre el
saldo remanente de la garantía.

El banco no puede cargar ninguna otra comisión. Las
comisiones anteriores deben ser pagadas por el banco,
posteriormente trasladarla al deudor.

Requirimientos para aplicantes Capacidad de repago, habilidad gerencial, posesión de garantías y de fondos propios. Propietarios del 20% o más deben garantizar personalmente los préstamos de la SBA.

Usos prohibidos

- Adquisición de propiedades con fines financieros
- Pagos a propietarios o impuestos atrasados.
- Pago de deuda preexistente, a menos que se demuestre que beneficia al negocio y siempre que no sea indicativo de administración imprudente.
- Actividades especulativas.

5. El Fondo de Garantías de Buenos Aires (FO.GA.BA.)

Desde hace unos pocos años, la Provincia de Buenos Aires cuenta con fondo de garantía de las características descritas, el FO.GA.BA.. Esta institución, que cuenta como accionistas a la misma Provincia y una serie de asociaciones y empresas privadas, ofrece entre otros servicios garantías hasta un monto máximo de U\$S 500.000 y el 75% del crédito solicitado. Los requisitos para acceder a la garantía incluyen la presentación de estatutos, balances actualizados, constatación de y flujos de caja proyectados.

El FO.GA:BA. tiene dos operatorias: en la operatoria de garantía tradicional, el FO.GA.BA., previa aprobación del deudor por parte de un banco comercial autorizado, decide la concesión o no de la garantía, mientras que en la Operatoria de Garantía Automática se delega en el banco todas las decisiones pertinentes, con la salvedad de que el monto máximo decrece con la calificación del banco. Esta calificación se corresponde con la de las calificadoras autorizadas por el Banco Central, complementada con otros criterios secundarios, por ejemplo, la experiencia del FO.GA.BA. con el banco en ocasiones anteriores.

Un rasgo llamativo es la exigencia de contragarantías a las empresas beneficiadas. Lamentablemente, no se ha tenido acceso a información más pormenorizada sobre las actividades efectivas del FO.GA.BA., por lo que el análisis queda dentro de la agenda de futuras investigaciones para el momento en que se posea la información pertinente.

Conclusiones

El trabajo arroja varias conclusiones que merecen atención:

- El desarrollo financiero acelera el crecimiento nacional de largo plazo.
- Problemas informativos inducen a las empresas en general a apoyarse en sus fondos propios, otorgando a los fondos de terceros una importancia relativamente marginal.
- Esta tendencia es particularmente fuerte para las pequeñas y medianas empresas, algunas de las cuales deben desechar proyectos intrínsecamente rentables a causa de la falta de financiamiento.
- En este sentido, un sistema de garantía estatal de los préstamos puede ayudar a superar el escollo financiero.
- Sin embargo, el plan será eficaz y eficiente sólo si se elabora contemplando las múltiples contrariedades que acarrea la falta de información fidedigna y de control sobre los participantes en el programa y sobre los bancos encargados de seleccionarlos.

Referencias bibliográficas

- Bebczuk R., J. Fanelli y J. Pradelli (2001), "Financial Constraints Facing Firms in Argentina", Red de Centros, Banco Interamericano de Desarrollo.
- Bebczuk R. (2000), *Asymmetric Information in Financial Markets: Introduction and Applications*, Cambridge University Press (en proceso de revisión).
- Bebczuk R. (1999), *Essays in Corporate Saving, Financial Development, and Growth*, Tesis doctoral, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- Bosworth B., A. Carron y E. Rhyne (1987), *The Economics of Federal Credit Programs*, The Brookings Institution, Washington, D.C..
- Buera F. y J.P. Nicolini (1998), "Los spreads de tasas de interés en la Argentina", *Desarrollo Económico*, Número especial, Vol. 38, Otoño.
- Cowling M. (1995), "Initial Tests on the Sensitivity of the Parameters of the UK Loan Guarantee Scheme", *Public Finance/Finances Publiques*, Vol. 50, No. 3, páginas 356-370.
- Gale W. (1991), "Economic Effects of Federal Credit Programs", *American Economic Review*, Vol. 81, No.1, páginas 103-152.
- Japelli T. and M. Pagano (1994), "Saving, Growth, and Liquidity Constraints", *Quarterly Journal of Economics*, Vol.109, No. 1, 83-109.
- Laporta R., F. López de Silanes, Shleifer A. y Vishny R. (1997), "Legal Determinants of External Finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, páginas 1131-1150.
- Levine R. y S. Zervos (1998), "Stock Markets and Economic Growth", *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, páginas 537-558.
- Levine R., N. Loayza y T. Beck (1999), "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes", *Journal of Financial Economics*.
- Li W. (1998), "Government Loan, Guarantee, and Grant Programs: An Evaluation", *Economic Quarterly*, Federal Reserve Bank of Richmond, Vol. 84, No.4, páginas 25-51.
- Mankiw G. (1986), "The Allocation of Credit and Financial Collapse", *Quarterly Journal of Economics*, Agosto, páginas 455-470.
- OECD (1998), *Financing Newly Emerging Private Enterprises in Transition Economies*.
- Petersen M. y R. Rajan (1994), "The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Data", *Journal of Finance*, Vol. 49, páginas 3-37.

Rajan R. y L. Zingales (1998), "Financial Dependence and Growth", *American Economic Review*, páginas 559-586.