

ANÁLISIS A LA PROBLEMÁTICA DE FINANCIACIÓN DE LAS PYMES: UNA CRÍTICA AL RÉGIMEN DE METAS DE INFLACIÓN

Eje temático: Eje N°2 - Creación y Desarrollo de Empresas. Demografía empresarial.

Autores: Elias, Alberto¹; Graña Colella, Santiago²; Ianni, Juan Martin³ y Mauro, Lucía⁴



FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS Y SOCIALES

UNIVERSIDAD NACIONAL DE MAR DEL PLATA

¹ Becario CIN, miembro del grupo “Análisis Industrial” de la Universidad Nacional de Mar del Plata, Dirección de email: albertoelias@hotmail.com

² Adscripto en el grupo “Análisis Industrial” de la Universidad Nacional de Mar del Plata. Dirección de email: santigrana95@gmail.com

³ Becario CIN, miembro del grupo “Análisis Industrial” de la Universidad Nacional de Mar del Plata, así como de la Sociedad de Economía Crítica. Dirección de email: juanmartinianni@gmail.com.

⁴ Docente-Investigadora del Centro de Investigaciones Económicas y Sociales de la FCEyS-UNMDP. Dirección de email: mmauro@mdp.edu.ar

1. Resumen ejecutivo

Desde de la década del 70, el capitalismo mutó, a partir del agotamiento del modelo fordista, hacia un tipo de capitalismo “financiarizado”. Dentro de este esquema surgieron los regímenes de Metas de Inflación, como aparato no sólo teórico, sino orientador de políticas públicas. Este modelo fue utilizado para disminuir o neutralizar procesos inflacionarios en distintos países del mundo y en nuestro país, se comenzó a utilizar a partir del reciente cambio de gobierno, a finales de 2015. Estos regímenes operan de la siguiente manera: ante un nivel de inflación que sobrepasa una meta previamente establecida por el Banco Central, se aumenta la tasa de interés nominal. Esto provoca un incremento de la tasa de interés real y, por tanto, una caída de la inversión. A su vez, se genera una disminución de la demanda agregada lo cual desactiva las presiones sobre los precios.

En términos de la economía real, el aumento de la tasa de interés para contener y/o erradicar el fenómeno inflacionario, sumado a problemáticas asociadas a las asimetrías de información y el riesgo moral, podrían llevar a que las PyMES argentinas enfrenten dificultades a la hora de acceder a financiamiento. Dado que este tipo de empresas son sumamente relevantes para la economía en términos de generación de empleo, bienes y servicios, este trabajo se propuso documentar la relación inherente que existe entre la adopción de un régimen de Metas de Inflación y su impacto en el financiamiento a PyMES, mediante una revisión bibliográfica

Los resultados parecerían indicar que la aplicación de este régimen, en conjunto con otros factores, puede haber generado una reducción de los créditos bancarios recibidos por las PyMES, así como, en contrapartida, un aumento del financiamiento con fondos propios. Más específicamente, luego de la implementación de estos regímenes en 2015, el autofinanciamiento creció de un 54% a un 68% en 2016, mientras que el financiamiento bancario cayó del 35% al 22% en el mismo año. Además, en el 2017 el 58% de las firmas reconocieron que el principal obstáculo a la hora de acceder a un crédito productivo fueron las elevadas tasas de interés.

Estas dificultades podrían tener severas consecuencias en el rendimiento económico del país, y especialmente en el rendimiento de las PyMES. En términos generales, un panorama adverso como el descrito previamente podría imposibilitar la creación de nuevas empresas, así como evitar que se lleven adelante nuevos proyectos de inversión. Además, el mismo podría generar problemas en la adquisición de bienes de capital necesarios para desarrollar actividades innovativas, como también inconvenientes para subsistir en momentos de inestabilidad macroeconómica.

En consecuencia, en este trabajo se plantearon políticas antiinflacionarias alternativas a las Metas de Inflación (aquellas que persiguen la estabilización inflacionaria sin afectar negativamente el financiamiento de las PyMEs). Por otro lado, también se plantearon políticas de apoyo al financiamiento PyME propiamente dichas, recomendando de este modo lineamientos que favorezcan la generación de políticas de asistencia financiera a este tipo de empresas en la coyuntura actual.

Es necesario aclarar que estas últimas políticas deberían enmarcarse en programas de carácter integral, que contemplen no sólo los problemas crediticios, sino también los relativos a los aspectos productivos, tecnológicos, de gerenciamiento, y de inserción en el comercio internacional. Asimismo, es de importancia destacar que no es

posible reactivar el crecimiento de este sector sin la conjunción de otras medidas; a saber, políticas tecnológicas destinadas a fomentar el desarrollo de innovaciones y políticas industriales orientadas a la mejora de la competitividad de las empresas y el desarrollo de las cadenas de valor.

2. Introducción

Desde la década del 70, el capitalismo mutó, a partir del agotamiento del modelo fordista, hacia un tipo de capitalismo “financiarizado” (Chesnais, 2001). Dentro de este esquema surgieron los regímenes de Metas de Inflación, como aparato no sólo teórico, sino orientador de políticas públicas (Bortz y Kaltenbrunner, 2018; Kaltenbrunner y Paineira, 2014). Este modelo fue utilizado para disminuir o neutralizar procesos inflacionarios en distintos países del mundo. En particular, en nuestro país se comenzó a utilizar a partir del reciente cambio de gobierno, a finales de 2015.

Estos regímenes proponen, ante un nivel de inflación que sobrepasa una meta previamente establecida por la autoridad monetaria, aumentar la tasa de interés nominal. Esto provoca un incremento de la tasa de interés real y, por tanto, una caída de la inversión. Es decir, se genera una disminución de la demanda agregada, lo cual desactiva las presiones sobre los precios. Cabe destacar que uno de los canales mediante el cual la tasa de interés afecta a la inversión es el incremento del costo de los créditos (Carlin y Soskice, 2015).

Entendiendo que el limitado acceso a los mercados de crédito por parte de las PyMEs es un fenómeno ampliamente reconocido en Argentina (Ascúa, 2010; Observatorio PyME, 2010), es probable que la aplicación de un régimen de Metas de Inflación empeore el contexto (ya desfavorable). El objetivo de este trabajo es documentar la relación que existe entre la adopción de un régimen de Metas de Inflación y su impacto para las firmas de menor tamaño, en materia de financiamiento.

A su vez, dado el destacado rol de las PyMEs en la generación de empleo en la Argentina, la reciente aplicación de los regímenes de Metas de Inflación en nuestro país y, tal como señala Lim (2008), la escasa bibliografía existente que evidencie la relación entre el financiamiento PyME y los regímenes de metas de inflación, se resalta la necesidad de documentar esta relación. En adición, al no abundar estudios específicos para el caso argentino que relacionen estos dos fenómenos, torna aún más relevante nuestra investigación.

Para lograr cumplir el objetivo propuesto, en primer lugar, se desarrolla el marco teórico, el cual comprenderá el surgimiento del régimen de acumulación financiarizado, el modelo de Metas de Inflación y una síntesis de la bibliografía existente sobre el financiamiento PyMEs. En segundo lugar, se presenta la metodología con la cual se realizará el análisis del vínculo entre la falta de financiamiento de las PyMEs y los regímenes de Metas de Inflación. En tercer lugar, se expondrá la importancia de las PyMEs para Argentina, los problemas que genera la falta de financiamiento en este tipo de empresas y una sección de recomendación de políticas. Por último, se detallarán las reflexiones finales.

3. Marco teórico

I. *I. El proceso de financiarización*

En 1960, el régimen de acumulación fordista aún gozaba de cierta vitalidad, logrando, a través de sus instituciones⁵, resolver o posponer los conflictos claves del modo de producción capitalista. El conflicto “nexo salario-trabajo”⁶ fue central en este régimen, dado que traccionaba el proceso de acumulación de capital a través de un acuerdo orgánico entre capitalistas y trabajadores, llamado “*fifty-fifty*”⁷ (Chesnais, 2001; Boyer y Saillard, 2002).

El surgimiento del fenómeno inflacionario, el shock petrolero y la caída de la tasa de ganancia fueron las causas principales del agotamiento del régimen fordista de acumulación (Eatwell y Taylor, 2001). Como consecuencia, se empezó a cuestionar la configuración institucional que respaldaba al dispositivo estabilizador central del sistema: el *fifty-fifty*. La crisis de este régimen de acumulación signó el fin de lo que se conoció como “los treinta años gloriosos”, producto de la manifestación más aguda de las contradicciones internas del régimen de acumulación fordista (Chesnais, 2001; Boyer y Saillard, 2002).

Asimismo, el cambio en el sistema de tipos de cambio fue otro factor que se manifestaba acorde al debilitamiento del régimen de acumulación fordista. Causado principalmente por el estallido de las crisis cambiarias (primero contra la libra esterlina, luego contra el dólar estadounidense), junto con el persistente déficit presupuestario y comercial estadounidense, en 1971 cayó el acuerdo de Bretton Woods. Esto significó acabar con el sistema de tipos de cambios fijos, lo cual llevó al retorno del sistema financiero a su naturaleza más especulativa (Eatwell y Taylor, 2001).

Esta resolución monetaria y financiera internacional causó una inestabilidad monetaria crónica, haciendo que el mercado de cambios se convirtiera en el primer segmento de los mercados financieros dentro de la mundialización financiera contemporánea. En este, una parte particularmente elevada de los activos financieros busca valorizarse reservando un grado máximo de liquidez. Esta “mundialización financiera” se consolidó en los próximos años, complejizando el control de la base monetaria por parte de las autoridades nacionales (Chesnais, 2001).

A partir de esta consolidación de la mundialización financiera, se incrementaron las interconexiones entre los sistemas monetarios internacionales y los mercados financieros nacionales. Esta fuerte interdependencia entre ambos fue también resultado de medidas de liberalización y de desregulación adoptadas, en un principio, por Estados Unidos y Reino Unido entre 1979 y 1982, para luego ser exportadas a la mayoría de los países industrializados (Chesnais, 2001).

⁵ Entendemos aquí a las instituciones como aquellos dispositivos que regulan (estabilizan) dichos conflictos entre agentes de la sociedad (Boyer y Saillard, 2002).

⁶ Se refiere a la lucha por el excedente económico entre el trabajador y el capitalista (Boyer y Saillard, 2002).

⁷ Esta institución (en el sentido de la escuela de la regulación) permite regular el conflicto entre capitalistas y trabajadores, a través de una división equitativa del excedente económico, producto de los aumentos de la productividad (Boyer y Saillard, 2002).

Estas medidas fueron ejecutadas luego de ser nombrado Paul Volker a la cabeza de la Reserva Federal y de la llegada de Margaret Thatcher al poder⁸. Ambos desregularon el control de movimientos de capitales con el extranjero (tanto salientes como entrantes), es decir, liberalizaron (hacia el exterior) los sistemas financieros nacionales. Asimismo, estas medidas fueron el puntapié inicial de un vasto movimiento de desregulación monetaria y financiera (que todavía no ha finalizado), cuya primera consecuencia fue conducir a una expansión acelerada de los mercados de obligaciones interconectados internacionalmente (Chesnais, 2001).

Junto con la previa derogación de Bretton Woods por parte de Estados Unidos, la liberalización y desregulación generalizada en este período permitió la aparición de un sistema financiero mundial. De esta manera, la liberalización de los sistemas nacionales (anteriormente cerrados y compartimentados) favoreció la aparición de un espacio financiero mundial. Así, lejos de suprimir los sistemas financieros nacionales, este nuevo “espacio financiero mundial” los integró imperfectamente (Chesnais, 2001, Eatwell y Taylor, 2001).

Debido a la “automatización relativa” de la esfera financiera con respecto a la esfera de la producción, la capacidad de intervención de las autoridades monetarias fue cada vez más estéril al intentar regular el campo de acción de los operadores financieros. Con respecto a este tipo de automatización, cabe destacar que el dinamismo de la esfera financiera de la economía tuvo un ritmo de crecimiento mayor al de la esfera productiva. Este fenómeno, por sí solo, fue el que más transformó la situación económica de los últimos quince años (Chesnais, 2001).

Una vez derrumbada la institución estabilizadora central del régimen fordista (el fifty-fifty que resolvía el conflicto “nexo salario-trabajo”), tomó su lugar, como eje del régimen, el conflicto de “valorización de la riqueza”⁹. Este deja ahora de ser variable de ajuste, para ser el coordinador de los demás conflictos (Boyer y Saillard, 2002)

La resolución de la “valorización de la riqueza” viene dada por el sistema de “Metas de Inflación”, el cual debe asegurar constantemente una tasa de interés real positiva. Es importante tener en claro que las políticas monetarias llevadas a cabo en ese período estuvieron relacionadas con la atracción de prestamistas, además de liberar las tasas de interés. Estas dos medidas, teniendo en cuenta la importancia de los dos países que las ejecutaron en ese tiempo, causaron un contexto mundial de ausencia de liquidez, lo cual imposibilitaba el endeudamiento barato, pero aumentaba la carga relativa de los países altamente endeudados (Bortz y Kaltenbrunner, 2018; Kaltenbrunner y Painceira, 2014).

Esa mayor carga financiera en las economías afectadas eleva la dependencia de estos países con respecto a los prestamistas internacionales, restringiendo su independencia en materia de política monetaria. Será en esta etapa donde el fenómeno de financiarización se refuerce, gracias a la menor independencia que tendrá cada país de la banca financiera internacional, dotando a este ente un rol de una importancia supina (Chesnais, 2001).

⁸ Paul Volcker fue director del Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos desde 1979 hasta 1987. Margaret Thatcher fue primer ministra del Reino Unido desde 1979 hasta 1990.

⁹ Se refiere al modo imperante de acumulación y valorización de la riqueza en un determinado modo de acumulación (Boyer y Saillard, 2002).

Con un proceso de financiarización ya consolidado sobre las bases de la desregulación y liberalización generalizada, junto con los inicios de la autonomía de la esfera financiera con respecto a la productiva, una mayor dependencia nacional con respecto al sistema internacional de finanzas, y teniendo ahora a las organizaciones financieras no bancarias como protagonistas y directoras de la mundialización financiera, concluye esta sección. Estas características son solo manifestaciones (de distintas naturalezas) del nuevo régimen de acumulación gestado: el de financiarización (Plihon, 2001).

II. El modelo de 3 ecuaciones: la base de los esquemas de Metas de Inflación

Como se explicó previamente, a partir de la década del 70, el capitalismo mutó progresivamente hasta llegar a ser un modo de producción “financiarizado”. Como se comentó, en el ámbito académico la teoría económica *mainstream* moderna también fundamenta, directa o indirectamente, la valorización de la riqueza de la esfera financiera por sobre la esfera real. Dentro de esta línea de pensamiento, el modelo de tres ecuaciones Nuevo Keynesiano es el principal marco de referencia (Bortz y Kaltenbrunner, 2017; Kaltenbrunner y Paineira, 2014).

En dicho modelo, la lógica imperante es que la inflación es un fenómeno monetario y, por lo tanto, la solución a esta problemática radica en la política monetaria, cuya herramienta de estabilización más determinante es la tasa de interés. Además, la política monetaria es preferida por sobre la fiscal porque es considerada neutral¹⁰ (Carlin y Soskice, 2015; Arestis, 2009).

Como su nombre lo indica, el modelo se compone de tres ecuaciones: la curva IS, que modela la demanda agregada; la curva de Philips que representa a la oferta agregada; y la RM, que constituye la *monetary rule* de la autoridad monetaria. Si bien el modelo que se presenta a continuación es Nuevo Keynesiano, tanto en su estructura de 3 ecuaciones como en la visión anticipada de la autoridad monetaria optimizadora (mediante la regla Monetaria o de Taylor), no se incorporará tal concepto¹¹ ni en la curva IS ni en la Curva de Phillips, con el fin de no complejizar el análisis. En línea con el mismo objetivo, tampoco se analizará el modelo en economía abierta (Ali Cardenas, 2010).

Una vez aclarado esto, siguiendo a Ali Cardenas (2010), Blanchard (2000) y Carlin y Soskice (2015), se presentan los lineamientos generales de la versión simplificada de este modelo:

III. La ecuación IS:

$$y_1 = A - a \cdot r_0 \quad (1)$$

¹⁰ Esto es así porque, en primer lugar, la modificación del gasto suele implicar largos procesos burocráticos. En segundo lugar, se cree que la política fiscal genera intrínsecamente favorecidos y desfavorecidos, ya que implica el uso de los ingresos fiscales, no así la política monetaria. (Carlin y Soskice, 2015)

¹¹ El supuesto de visión anticipadora de los agentes implica que los mismos harán predicciones sobre el valor futuro de las variables económicas relevantes y por ende anticiparán ciertos comportamientos (Ali Cardenas, 2010; Blanchard, 2000 y Carlin y Soskice, 2015).

De acuerdo a este modelo, el producto (y) depende positivamente del gasto autónomo de la economía (A) y negativamente de la tasa real de interés (r_0). Esta última se entiende como la diferencia entre la tasa de interés nominal fijada por la autoridad monetaria y la inflación esperada¹².

Hay una serie de canales a través de los cuales el tipo de interés afecta a la demanda agregada. Cuando los tipos de interés aumentan, los hogares tienen más dificultades para conseguir una hipoteca, por lo que se reduce la demanda de nuevas viviendas, así como la demanda de muebles y otros bienes de consumo duraderos. Además, los hogares tenderán a posponer el gasto en consumo. A su vez, un mayor tipo de interés llevará a las empresas a frenar sus planes de inversión en nuevos bienes de capital y edificios.

IV. La Curva de Phillips:

$$\pi_1 = \pi_0 + \alpha(y_1 - y_e) \quad (2)$$

Según este modelo, la inflación (π) depende de la inflación del periodo anterior (y por ende, representa la inercia inflacionaria) y de la diferencia entre el producto actual y el de equilibrio¹³ ($y_1 - y_e$). Este último término implica que cuando el producto actual se desvía positivamente de su tasa natural o de equilibrio, aumentará el nivel de empleo, lo cual presionará sobre los salarios y como consecuencia, aumentará la inflación¹⁴.

V. La regla monetaria (o monetary rule):

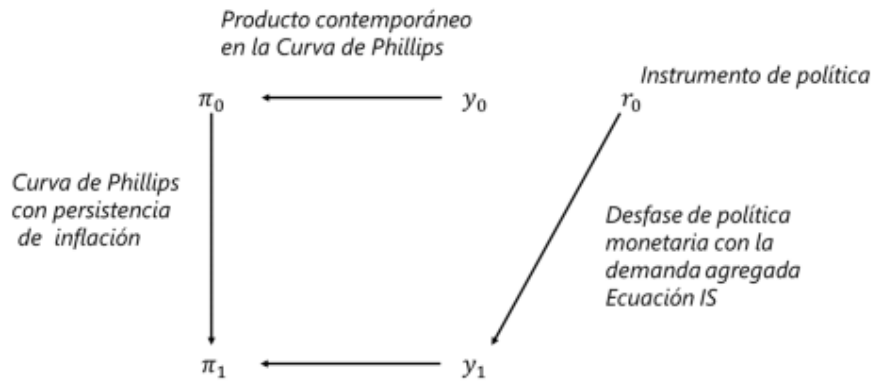
Como se explicó al principio, la herramienta fundamental de este modelo es la determinación de la tasa de interés por la autoridad monetaria. Con el fin de tomar decisiones con respecto a esta herramienta, una autoridad monetaria optimizadora debe tomar en consideración el desfase en los efectos de los cambios de la tasa de interés sobre el producto, como también cualquier desfase en la Curva de Phillips (producto de cambios en la inflación o el producto -ver Gráfico 1-).

¹² En esta relación está implícita en la ecuación de Fisher.

¹³ El producto de equilibrio es el nivel de producto asociado con inflación constante. En un mundo de competencia imperfecta tiene en cuenta características asociadas al mercado laboral y al mecanismo de determinación de precios (Ali Cardenas, 2010).

¹⁴ Para entender en detalle este mecanismo ver cómo se determinan los precios y los salarios en Carlin y Soskice (2015).

Grafico 1: Estructura del desfase en el modelo de 3 ecuaciones



Fuente: (Ali Cardenas, 2010)

En la curva IS, la tasa de interés en el periodo cero afectará al producto en el próximo periodo, lo cual implica que la economía se ajusta con un período de rezago. En la Curva de Phillips, la inflación del periodo actual se ve afectada por la brecha de producto actual y por la inflación del periodo anterior. Como resultado, la autoridad monetaria tendrá como objetivo minimizar una función de pérdida con el fin de mantener la inflación del periodo próximo cercana al objetivo evitando grandes fluctuaciones en el producto:

$$L = (y_1 - y_e)^2 + \beta(\pi_1 - \pi^T)^2 \quad (3)$$

La ecuación anterior se denomina función de pérdida de la autoridad monetaria e implica que las desviaciones del producto con respecto al natural ($y_1 - y_e$), o de la inflación con respecto a la inflación objetivo ($\pi_1 - \pi^T$), producen una pérdida de utilidad para la autoridad monetaria. El parámetro crítico en la función de pérdida es β . Si este es mayor a uno implica que la autoridad monetaria se preocupa más por cumplir la meta de inflación y por ende se “relaja” en cuestiones de producto. En línea con esto la autoridad monetaria optimizará minimizando (3) sujeta a (2), por lo que sustituyendo la Curva de Phillips en la función de pérdida, y diferenciando con respecto a (y_t) obtenemos:

$$\frac{\partial L}{\partial y_t} = (y_t - y_e) + \beta\alpha(\pi_{t-1}(y_t - y_e) - \pi^T) = 0 \quad (4)$$

Sustituyendo (2) en (4) se obtiene la Regla Monetaria:

$$(y_t - y_e) = \beta\alpha(\pi_t - \pi^T) \quad (5)$$

Esta ecuación muestra el equilibrio en el periodo 1, entre la tasa de inflación elegida indirectamente y el nivel de producto escogido directamente por la autoridad monetaria en el periodo 0. Estas maximizarán su utilidad, dadas sus preferencias y las restricciones que enfrenta.

Una vez que la autoridad monetaria obtiene la curva de RM, utiliza la curva IS para obtener la tasa de interés que generará el nivel de producción elegido. Cabe aclarar que la autoridad monetaria establece una tasa de interés nominal, la cual modifica la tasa de interés real y , de esta forma, afecta a la demanda agregada. El ajuste efectuado

en la tasa de interés nominal que establece para lograr una tasa de interés real particular, en la curva IS, se denomina Principio de Taylor.

El tipo de interés real que se fija (el cual que surgirá de la relación IS) garantiza el nivel adecuado de demanda agregada, y, por lo tanto, de producción. La autoridad monetaria elegirá la combinación óptima entre producción e inflación, representada por la curva de Philips a la que se enfrenta.

Ayudándonos con el Gráfico 1 y las ecuaciones previamente presentadas, se explicita la lógica del modelo. En el periodo cero, la autoridad monetaria conoce π_0 , el nivel de producto que tiene que alcanzar en el próximo para mantener la inflación dentro de sus metas (mediante la ecuación de la Curva de Philips) y controla r_0 . Suponiendo que la inflación sobrepasa la meta establecida, la autoridad monetaria solo deberá establecer apropiadamente r_0 , lo cual, mediante una disminución del producto, mantendrá a la inflación dentro de sus metas.

Este efecto sobre la inflación opera a través de distintos canales. En lo que respecta a este modelo simplificado, el aumento de la tasa de interés real acrecienta el costo de los créditos para las distintas empresas y afecta a la liquidez del sistema. Estas variables inciden directamente sobre la demanda agregada, vía caída de la inversión por parte de las empresas y caída del consumo por parte de las familias. Esto repercute, como mencionamos, en el nivel de producto, pero además en el nivel de empleo, lo que lleva a la disminución de la inflación, hasta que la misma se corresponda con la meta de la autoridad monetaria (Carlin y Soskice, 2015).

VI. III. *Financiamiento PyME*

De la sección anterior se desprende que las PyMEs, al igual que el resto de las demás empresas, tendrán dificultad para acceder al crédito en el contexto de la aplicación de regímenes de Metas de Inflación. Esto se suma a la dificultad particular que encuentran las PyMEs, comparadas con otras empresas de mayor tamaño, a la hora de conseguir créditos (Ascúa, 2010). Los principales argumentos que se utilizan para explicar esta dificultad adicional, dentro de la teoría económica, son las problemáticas asociadas a las asimetrías de información y el riesgo moral (Stiglitz *et al*, 1993; Blackwell y Winters, 1997; Baas y Schrooten, 2006; Bebczuk, 2010).

Con respecto a las asimetrías de la información, la idea que comparten los distintos autores, es que el costo por acceder a la información de las PyMEs es mayor al de las empresas de mayor tamaño. En consecuencia, las entidades bancarias privadas le ofrecen préstamos a las Pymes a una mayor tasa de interés que a las empresas grandes (Baas y Schrooten, 2006; Blackwell y Winters, 1997).

Asimismo, está claro que tasas más altas causarán que los prestatarios más conservadores sean ahuyentados, fenómeno conocido como selección adversa. De igual manera, ante una tasa de interés mayor, las empresas prestatarias serán incentivadas a invertir en proyectos más arriesgados, para poder compensar así el incrementado costo financiero (riesgo moral) (Grupo D.F.C., 2002).

Este fenómeno es también analizado por Stiglitz, Jaramillo-Vallejo y Park (1993) y Stiglitz y Weiss (1981), quienes concluyen en que los efectos de estos factores confluyen en el “racionamiento del crédito”. Según estos autores, debido a las fallas de

mercado en general, y a las asimetrías de información en particular, la tasa de interés deja de ser el mecanismo regulador del mercado. En consecuencia, no sólo se ofrecen menores cantidades de créditos, sino que los mismos conllevan tasas mayores de lo que debería marcar el equilibrio de mercado.

Adicionalmente, Bebczuk (2010) señala otra dificultad que encuentran las PyMEs asociada con asimetrías de información. Estas dificultades se basan en la falta de documentación que poseen los bancos respecto de este tipo de empresas. Esta carencia conlleva a un mayor riesgo de repago y, sumado a la falta de información “dura” por parte de las PyMEs, causa que los bancos sean más reticentes a otorgarles préstamos.

Sin embargo, existe otra línea teórica que plantea que los problemas de financiamientos no sólo deben ser asociados a fallas de mercado, sino que el mercado intrínsecamente no llega a un óptimo social a la hora de asignar los recursos. Es a partir de este enfoque que se recomienda la intervención estatal en los mercados crediticios en todo momento, existan fallas de mercado o no (Allami y Cibils, 2011)

Debido a estos factores, la principal fuente de financiamiento de las PyMEs consiste estructuralmente en recursos propios de las empresas. En el caso argentino en particular, la incertidumbre y volatilidad macroeconómica recurrente son causas adicionales, las cuales han causado que la moneda local no sea una reserva de valor confiable. Esto limita fuertemente la ampliación del sistema financiero (especialmente el bancario, principal fuente externa de fondeo a la que recurren las empresas de menor dimensión en los países de ingresos medios y altos que disponen de un buen mercado de crédito (Observatorio Pyme, 2014).

En otras palabras, a la hora de concretar inversiones, las PyMEs tienden a depender más del autofinanciamiento que las empresas de mayor dimensión. La razón principal de este fenómeno reside en que el costo del crédito (a saber, la tasa de interés y condicionamientos contractuales) es mayor comparado con el que enfrentan empresas de mayor tamaño (Observatorio Pyme, 2014).

Esta dependencia en el autofinanciamiento señala un “patrón de prociclicidad” de las PyMEs. En épocas de menor dinamismo de la actividad económica, si las utilidades de las pequeñas y medianas empresas bajan, debido a que estas son la fuente principal de sus inversiones, también disminuirán estas últimas (Observatorio Pyme, 2014). De esta manera, es posible que los efectos adversos en el nivel de producto, consecuencia del aumento de la tasa de interés bajo un régimen de Metas de Inflación, refuercen el problema del financiamiento del sector PyME. En otras palabras, estos regímenes no sólo causan un encarecimiento del crédito (mediante aumento de la tasa de interés), sino que también disminuyen la posibilidad de que las PyMEs se autofinancien (a través de una caída en nivel de producto -en general- y del consumo por parte de las familias -en particular-).

4. Metodología

Para abordar el objetivo de estudio de este trabajo, se propuso la realización de una exhaustiva revisión de la literatura. Esta tarea se realizó como un primer paso para abordar el fenómeno de estudio.

Según Guirao-Goris, Olmedo Salas y Ferrer Ferrandis (2008), la revisión bibliográfica es considerada como un estudio detallado, selectivo y crítico que integra la información esencial en una perspectiva unitaria y de conjunto. La revisión se puede reconocer como un estudio en sí mismo. En resumidas cuentas, la revisión descriptiva¹⁵ consiste en la definición del problema, junto con la búsqueda, organización y, finalmente, el análisis de la información.

La revisión de la literatura se enfocó a la financiarización, las Metas de Inflación y el financiamiento de PyMEs. Así, se pretendió describir el resultado de las investigaciones existentes en los temas especificados y poder realizar recomendaciones de políticas de asistencia financiera a las PyMEs. Para ello, se realizó una revisión sistemática en diversas bases bibliográficas y se seleccionaron los artículos que cumplieron los criterios de inclusión y exclusión, extrayendo de ellos los datos relevantes y resultados. Mediante una técnica comparativa se sintetizó la información clave.

Para la sección de financiarización se utilizó, como marco de referencia, el enfoque de la escuela de la regulación. Sus herramientas de análisis son el resultado de una perspectiva interdisciplinaria a la hora de realizar el abordaje teórico de la realidad. Consideramos que este es el abordaje correcto para esta temática, debido a que los problemas económicos pueden considerarse como multicausales, por lo que es necesario, además de realizar un análisis economicista, analizar los cambios institucionales e históricos que se han dado en el sistema financiero. Con respecto al estudio de los regímenes de Metas de Inflación, se analizó el funcionamiento del modelo teórico Nuevo Keynesiano, del cual se derivan. De esta manera, se abordó la teoría subyacente que sustenta la aplicación de los regímenes de Metas de Inflación, lo cual permite entender mejor las políticas económicas que se derivan del mismo.

Por último, se estableció la conexión entre la financiarización, los regímenes de Metas de Inflación y el financiamiento de las PyMEs, a partir de revisar publicaciones de distintas entidades como: la Fundación Observatorio PyME, el Banco de Desarrollo de América Latina, la Universidad Nacional de General Sarmiento, la Comisión Económica para América Latina y el Caribe y el Banco Interamericano de Desarrollo, entre otras. Además, esta revisión se complementó con datos obtenidos del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Argentina, el INDEC y el BCRA. En total se analizaron 38 documentos provenientes de las fuentes mencionadas.

¹⁵ La revisión descriptiva proporciona al lector una puesta al día sobre conceptos útiles en áreas en constante evolución. Este tipo de revisiones tienen una gran utilidad en la enseñanza y también interesará a muchas personas de campos conexos, porque leer buenas revisiones es la mejor forma de estar al día en nuestras esferas generales de interés. (Guirao-Goris, *et al* 2008).

5. Resultados

I. Problemas derivados de la falta de financiamiento para las PyMEs

La restricción al financiamiento que enfrentan las PyMEs tiene de diversos efectos negativos para estas empresas. Tal como señalan Butler, Guiñazu, *et al* (2018), existen tres vías mediante las cuales la falta de financiamiento PyME afecta negativamente a este sector y, consecuentemente, a la economía en general. Por un lado, no les permite adquirir bienes de capital necesarios para desarrollar actividades innovativas. Por otro lado, dificulta o imposibilita la posibilidad de subsistir de las PyMEs ante momentos de inestabilidad macroeconómica. Por último, como se comentó anteriormente, cuando la tasa de interés deja de ser el mecanismo regulador del mercado financiero, debido a la selección adversa y al riesgo moral, este se torna ineficiente, por lo que no puede distribuir los recursos financieros adecuadamente.

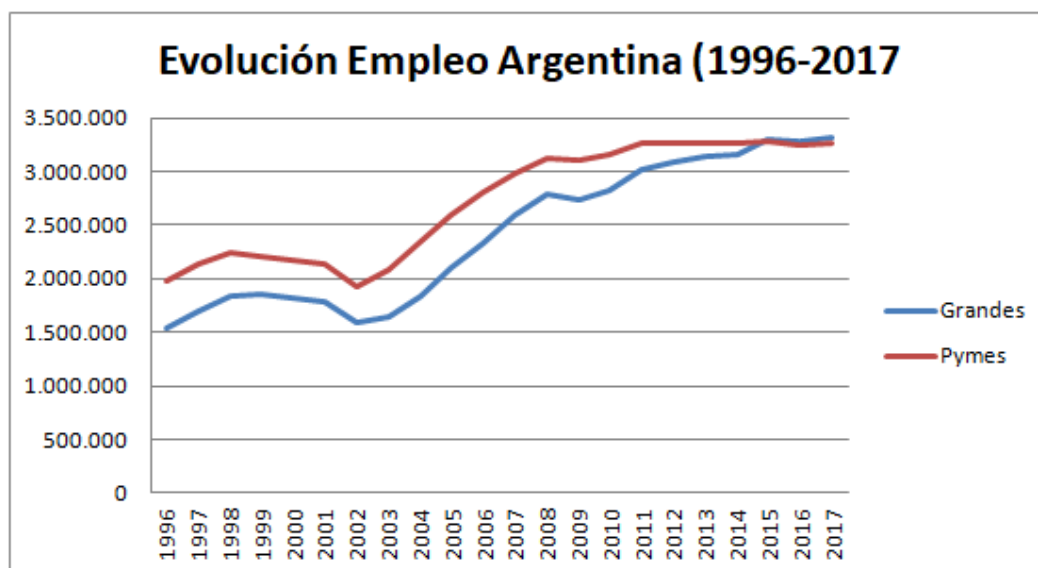
Asimismo, Allami y Cibils (2011) llegan a conclusiones similares al plantear que la falta de financiamiento de las PyMEs compromete sus posibilidades de consolidarse y expandirse, debido a que imposibilita el crecimiento y la obtención de ganancias derivadas de la productividad. En este sentido, aflora el papel clave que juega el crédito en la financiación de las PyMEs, asegurando y promoviendo su creación y desarrollo. Así, siendo estas las principales responsables de la creación de valor agregado y empleo, el financiamiento de las PyMEs es vital para el buen desempeño macroeconómico.

En línea con este fenómeno, puede entenderse de mejor manera el concepto de “prociclicidad” del financiamiento de las PyMEs previamente expuesto. Resaltando la naturaleza circular de este problema, no sólo la falta de financiamiento disminuye la inversión y, por ende, la actividad económica, sino que esta última es relevante para lograr que las PyMEs cuenten con la posibilidad de autofinanciarse, es decir, utilizar sus utilidades para nuevos proyectos de inversión. En otras palabras, ante regímenes de Metas de Inflación, los dos mecanismos que generan la falta de financiamiento se refuerzan mutuamente.

II. Impacto del régimen de Metas de Inflación al sector PyME en Argentina

Las PyMEs en la Argentina tienen un rol importante en la economía. Como se puede observar en el gráfico 2, históricamente las PyMEs han hecho un mayor aporte de empleo registrado en la Argentina respecto a las empresas grandes. Tal como se aprecia en el Gráfico 2, las PyMEs han empleado, desde 1996 hasta aproximadamente 2011, alrededor de un 30% más de personas que las empresas grandes. Esta tendencia empezó a disminuir a medida que la actividad del sector comenzó a estancarse en los últimos años del gobierno kirchnerista. Este proceso no ha podido ser revertido por la gestión actual y, en consecuencia, el empleo provisto por las PyMEs y las grandes empresas se ha equiparado. Esto se puede observar mejor en la Tabla 1, en la cual se muestran la cantidad de empleados registrados de las grandes empresas y de las PyMEs en los últimos años.

Gráfico 2: Evolución del empleo en Argentina entre 1996 y 2017



Fuente: elaboración propia en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Argentina.

Tabla 1: Cantidad de empleados registrados por empresa

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Grandes	3.013.044	3.091.210	3.148.226	3.166.717	3.290.915	3.278.242	3.311.086
Pymes	3.262.149	3.267.631	3.267.385	3.258.710	3.278.597	3.251.869	3.269.950

Fuente: elaboración propia en base a datos del Observatorio de Empleo y Dinámica Empresarial del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social de la Argentina.

Sin embargo, a pesar de este fenómeno, las PyMEs en 2017 siguen aportando un poco más del 50% del empleo registrado en la Argentina y, por tanto, tienen un gran peso a nivel macroeconómico (ver Tabla 1). En consecuencia, resulta necesario evaluar políticas para reactivar a este sector y reencausarlo en una senda de crecimiento.

Luego de realizarse el análisis bibliográfico respecto a los efectos de los regímenes de metas de inflación sobre el financiamiento PyME, se encontró que la misma es muy escasa. En particular, no existen trabajos que analicen empíricamente la relación entre estos dos factores de análisis para este país, sino que se enfocan al análisis de cada uno por separado.

Por tanto, este trabajo se enfoca en estudiar estos fenómenos por separado y encontrar posibles conexiones entre los mismos. Respecto al financiamiento de las

PyME, ajeno a su relación con los regímenes de Metas de Inflación, se encontró una extensa bibliografía que aborda esta temática desde el concepto de fallos de mercado, especialmente asimetrías de información.

Por otro lado, también existen diversos trabajos que plantean distintas vías por las cuales la tasa de interés afecta al financiamiento de las PyMEs. El eje central de estos análisis es que una elevada tasa de interés genera una alta tasa de los créditos ofrecidos por los bancos. Dado que los regímenes de metas de inflación utilizan a la tasa de interés como principal vía de política económica, es evidente el nexo entre la aplicación de estos regímenes y la falta de financiamiento PyME.

Al analizar la evolución de la tasa de interés en Argentina, desde la instauración de los regímenes de metas de inflación hasta a la actualidad, tal como señala la teoría, la tasa de interés ha acompañado a la inflación. Esto se observa en la Tabla 2, donde también se aprecia un aumento brusco de la tasa de interés respecto a la aceleración inflacionaria correspondiente al primer trimestre de 2018.

Tabla 2: evolución de la tasa de interés nominal y la tasa de inflación.

	I 2016	II 2016	III 2016	IV 2016	I 2017	II 2017	III 2017	IV 2017	I 2018
Interés	33,28	35,88	29,08	25,83	24,75	26,07	27,95	27,52	40,00
Inflación	11,58	11,60	6,81	4,89	4,88	6,14	4,63	5,18	6,75

Fuente: elaboración propia en base a INDEC y BCRA.

Esto repercutió en el financiamiento de las PyMEs, las cuales en los últimos años han reducido los créditos recibidos por los bancos y aumentado el financiamiento con fondos propios. Más específicamente luego de la implementación de estos regímenes en 2015, el autofinanciamiento pasó de ser un 54% a un 68% en 2016. Mientras que el financiamiento bancario cayó del 35% al 22% en el mismo año (Observatorio PyME, 2017).

Dado este nexo entre los regímenes de metas de inflación y el financiamiento de este sector de la economía, consideramos que es necesario complementar este análisis con una serie de posibles políticas a implementar. Las mismas tienen la característica de atacar al fenómeno inflacionario sin utilizar a la tasa de interés como instrumento de política económica. Asimismo, también esbozaremos una serie de políticas de financiamiento PyMEs que podrían complementar a las primeras.

III. III. Políticas Alternativas

En esta sección nos enfocaremos en las políticas que pueden contribuir a mejorar el contexto de financiamiento de las PyMEs. Dividiremos este análisis entre políticas antiinflacionarias alternativas a las Metas de Inflación (aquellas que persigan la estabilización inflacionaria sin afectar negativamente al financiamiento de las PyMEs), y políticas de apoyo al financiamiento PyME propiamente dichas.

Es necesario aclarar que las propuestas para mejorar el financiamiento en este segmento, deben enmarcarse en programas de carácter integral que abarquen no solo a los problemas crediticios sino también a los relativos a los aspectos productivos, tecnológicos, de gerenciamiento, y de inserción en el comercio internacional (Bleger y Rozenwurce, 2000). Asimismo, es de importancia destacar que no es posible reactivar el crecimiento de este sector sin la conjunción de otras medidas; a saber, políticas tecnológicas destinadas a fomentar el desarrollo de innovaciones y políticas industriales orientadas a la mejora de la competitividad de las empresas y el desarrollo de las cadenas de valor. No obstante, este trabajo se centrará en las problemáticas del financiamiento del sector PyME, junto con sus respectivas soluciones.

IV. Políticas alternativas a las Metas de Inflación

Frente a los regímenes de Metas de Inflación, los cuales utilizan como instrumento principal de política económica a la tasa de interés, emergen otros esquemas. Centrándose en la problemática del conflicto distributivo hacia el interior de una sociedad, entendiendo que el mismo es un factor determinante del fenómeno inflacionario en América Latina, un régimen alternativo es el de las Políticas de Ingreso. De acuerdo con los factores determinantes más importantes en un episodio inflacionario¹⁶, estas pueden resultar igual de efectivas que los regímenes de metas de inflación, prescindiendo las primeras de las consecuencias contractivas de los segundos (Abeles, Toledo y Pastrana, 2011).

Las políticas de ingreso tienen como eje principal el establecimiento del Estado como ente arbitral entre sindicatos y empresarios¹⁷ acerca de las negociaciones de salarios y precios. Su principal aporte como instrumento de política económica reside en su capacidad para disminuir (o evitar) el aumento generalizado y sostenido de los precios, a través de la contención del conflicto distributivo, sin necesidad de recurrir a las tradicionales medidas de política fiscal o monetaria contractivas que caracterizan a los regímenes de Metas de Inflación (Abeles *et al*, 2011).

En el esquema de Políticas de Ingreso podemos señalar la manifestación tripartita de este tipo de intervención estatal. En un primer lugar, en el marco de las políticas de ingreso, el Estado es la estructura coordinadora (en la esfera política) y reguladora (en la esfera jurídica) del proceso de distribución del ingreso. En segundo lugar, el Estado debe configurar sus relaciones tanto con los sindicatos como con los empresarios. Finalmente, dependiendo el contexto institucional, el ente gubernamental deberá decidir qué tipo de política de ingreso aplicar (Abeles *et al*, 2011).

En ciertos casos, las políticas de ingreso pueden estar basadas en impuestos (“Tax-Based Income Policies” –TIP-), combinando la voluntad de los agentes para realizar acuerdos sostenibles, con la posibilidad de que el Estado, como garantía del *enforcement* de estos acuerdos, pueda sancionar a las partes incumplidoras a través de impuestos (Weintraub, 1959).

¹⁶ Ver Trajtenberg, L. Valdecantos, S. y Vega, D. (2015) y Vogel, R. C. (1974).

¹⁷ A través de la revolución de los accionistas, producto del fenómeno de la financiarización, hubo un incremento, a nivel firma, de la preferencia por las ganancias en lugar del crecimiento. Así, se podría hablar de un tercer agente actualmente, el rentista, el cual complejiza la alineación de las pretensiones salariales y de precios entre trabajadores y capitalistas (Stockhammer, 2004).

En otras palabras, se intenta generar y alinear incentivos a través de una dinámica de premio-castigo impositiva, para que tanto los sindicatos como las empresas se comprometan a respetar acuerdos de naturaleza desinflacionaria. De esta manera, esta variable “evita las dificultades de *enforcement* propias de los controles centralizados, así como la tendencia a la defección en los esquemas basados en la “buena voluntad” de los actores” (Abeles *et al*, 2011).

Cuando analizamos la posibilidad de utilizar políticas de ingreso, conjuntamente con su viabilidad, debemos poner atención en el grado de regulación presente en el mercado de trabajo, en el grado de coordinación o cooperación presente entre los agentes a la hora de negociar un nivel de salario y de precios, conjuntamente con la “*wage stickiness*”, la evolución de la productividad y el desempleo (Stirati, 2007). Dependiendo de la configuración de estos factores, el Estado podrá regular (o solventar) el conflicto distributivo de tres maneras: imponiendo su posición (mediante controles de precios), sugiriéndola (a través de acuerdos voluntarios de precios y salarios) o induciéndola impositivamente (mediante un esquema “TIP”) (Abeles *et al*, 2011).

Otra posible alternativa a los regímenes de Metas de Inflación reside en su confianza en la flotación del tipo de cambio como “absorbedor de shocks” (*shock absorber*). Este evitaría, en teoría, que aumentos en los precios internacionales de bienes comercializados o consumidos por una economía culminen en un episodio inflacionario (IMF, 2011). Esto es lo que se conoce como “inflación importada”.

De acuerdo con el paradigma ortodoxo, a través de la flotación del tipo de cambio, conjuntamente con políticas monetarias contractivas (aumento de la tasa de interés real), es posible disminuir la inflación “importada”. Sin embargo, la apreciación cambiaria puede no ser suficiente para “amortiguar” el impacto inflacionario importado. Asimismo, “se reconoce que bajo determinadas circunstancias las medidas de política tradicional –típicamente el aumento de la tasa de referencia de la autoridad monetaria– tienden a ser poco efectivas, al exacerbar la tendencia subyacente a la apreciación de la moneda local (enfermedad holandesa) y/o generar dinámicas cambiarias potencialmente desestabilizadoras desde el punto de vista financiero, es decir, endeudamiento externo de corto plazo y creciente fragilidad financiera (Frenkel, 2008).

En concreto, la apreciación cambiaria y la aplicación de políticas contractivas, como instrumentos, pueden ser insuficientes (además de tener consecuencias no deseadas sobre la economía) para contener la inflación resultante del aumento de los precios internacionales (Rodrik, 2008; Frenkel y Rapetti 2011). Es por esto que propondremos políticas que intentan aplacar los efectos de “primera vuelta”.

Como políticas alternativas, este trabajo se propone presentar las políticas de “desacople”, las cuales buscan contener las presiones básicas de transmisión de la inflación importada a nivel macroeconómico. Para concretar este objetivo, las mismas buscan desacoplar el precio interno del internacional por la vía impositiva o por la vía regulatoria (Gilbert, 2011; Timmer, 2010).

Entre los instrumentos que actúan por la primera vía podemos mencionar a los aranceles a la exportación, la aplicación de subsidios a la producción y la reducción de impuestos internos (al consumo específico o al valor agregado). En la segunda clasificación, es posible que los gobiernos apliquen bandas de precios, establezcan derechos o cuotas de exportación, promuevan canales públicos de comercialización y/o

utilicen mecanismos de administración de precios (acuerdos de y/o controles de precios de bienes esenciales). Cabe aquí una mención especial a la gestión estatal de stocks (generalmente de productos agrícolas relevantes para el consumo interno) como instrumento clave para amortiguar los impactos inflacionarios provenientes de los mercados mundiales (Galtier, 2009; Gerard, 2000; Demeke, Pangrazio y Maetz, 2010).

En conclusión, en contraposición con las políticas de corte ortodoxo (los regímenes de Metas de Inflación) las cuales intentan no abordar los efectos de “primera ronda” (se orientan a no intervenir directamente en los precios de los productos), se erigen las políticas “de desacople”. Éstas se caracterizan por su corte más intervencionista, dado que la apreciación cambiaria apenas se manifiesta (o directamente no lo hace), y por ende se depende de una mayor intervención sobre los precios de los productos, a partir de un *mix* de instrumentos que incluyen desde regulaciones en el comercio exterior hasta mecanismos de gestión de stocks. De esta manera, estas políticas se centran más en disminuir el impulso del aumento de los precios internacionales comercializados o consumidos por una economía, para evitar tener que abordar problemas en la propagación de estas presiones al alza de los precios domésticos. En otras palabras, se propone aplacar los efectos de “primera vuelta” para evitar posibles efectos de “segunda vuelta”.

V. *Políticas para mejorar el acceso al crédito*

Es menester resaltar cuán imprescindible es que la asistencia financiera se focalice en PyMEs, dado que son excluidas del sistema bancario formal, pero que al mismo tiempo gozan de una aceptable capacidad y voluntad de pago. Esto llevará a que cualquiera sea el tipo de política que se aplique, la misma será eficiente y sostenible en el tiempo.

Para que esto sea factible, es fundamental que la banca pública ocupe un papel protagónico en el acercamiento de las PyMEs al sistema bancario, (por ejemplo, a la hora de realizar la evaluación de los postulantes), ya que el principal cuestionamiento a la banca privada es su reticencia a prestar a este tipo de empresas. (Bebczuk, 2010). En línea con esto, Bebczuk (2010) plantea cuatro estrategias para confrontar el problema de las asimetrías informativas, para poder así mejorar el financiamiento a pequeñas y medianas empresas. En primer lugar, es necesario alcanzar un esquema de subsidios para disminuir los gastos administrativos que enfrentan los bancos a la hora de llevar adelante la evaluación de postulantes, causada por la falta de documentación de las PyMEs. Caso contrario, los prestatarios enfrentarán un costo de financiamiento superior por incluir dichos costos administrativos.

En segundo lugar, en línea con el problema anterior, la falta de documentación impide a los bancos evaluar eficientemente la capacidad de repago de los prestatarios, independientemente de la calidad intrínseca de los proyectos de inversión que presentan los agentes. Sería fundamental entonces que, mediante un programa estatal que genere un sistema de garantía de préstamos, los bancos disminuyan sus estándares de selección de deudores cuando identifican un proyecto que a priori luce promisorio, pero no cuenta con información dura para respaldar esa impresión.

En tercer lugar, con el objetivo de aumentar el volumen de información dura, se podría subsidiar directamente a las PyMEs para mejorar sus sistemas contables y generar un sistema de incentivos para que estas salgan de la informalidad. Para esto es

necesario asistir técnicamente a los empresarios, para generar conciencia sobre los beneficios que acarrea la calidad y transparencia de los registros contables, como por ejemplo acceder a créditos de programas internacionales, los cuales cuentan con una bonificación de tasas y/o de garantía de préstamos.

La última política presentada por este autor implica acercar fondeo público a los bancos comerciales, a través de algún mecanismo de segundo piso¹⁸, para así complementar la capacidad prestable que la banca comercial esté destinando a este segmento. Esto se solucionaría (parcial o completamente) un problema comentado previamente: la reticencia de la banca privada a prestar a este sector.

En línea con esto, Woyecheszen (2018) agrega que se podrían crear Agencias Financieras públicas para el Desarrollo Regional, también de segundo piso, que a su vez podrían ser reguladas entre la autoridad monetaria y la Comisión Nacional de Valores. Además, podrían generar inversiones semilla destinadas a proyectos nuevos y actuar como socios para el desarrollo de PyMEs

Sin embargo, es posible que una vez superados los problemas anteriores, surjan conflictos de interés entre las tres partes (Estado, banca comercial y PyMEs) que amenacen el cumplimiento de los objetivos sociales (Bebczuk, 2010). Es necesario entonces que se realice un cuidadoso diseño de los mecanismos de apoyo, un intensivo control del uso de fondos, incorporando penalidades a quienes infrinjan las reglas del programa, así como realizar una serie de evaluaciones periódicas de costo y beneficio social y, por último, lograr un alto grado de transparencia informativa para todos los agentes.

Woyecheszen (2018) sostiene que sería interesante profundizar el acceso a servicios no financieros a lo largo de la vida de la PyME, por medio de una participación más activa de las cámaras y federaciones de este tipo de empresas, preferentemente referidas a la asistencia técnica integral y continua, por ejemplo, en esquemas de incubadoras público-privadas. Además, podrían asistir en la orientación y formulación de nuevos proyectos de asistencia, minimizando así las falencias en lo que hace a información dura de las propias empresas

En línea con estas recomendaciones, Argentina ha implementado diversas políticas para solucionar los problemas de garantías de las firmas, las cuales apuntan principalmente a subsidiar las tasas de mercado o facilitar fondos para proyectos de inversión a largo plazo. Algunas de ellas son el Fondo Nacional de Desarrollo para Micro, Pequeña y Mediana Empresa (FONAPYME), el Régimen de Bonificación de Tasas (RBT) y las Sociedades de Garantía Recíproca (SGR). Los programas tienen, en promedio, un impacto positivo y significativo sobre el empleo, el salario promedio, la probabilidad de acceder al mercado financiero y sobre el volumen de deuda (de las que ya podían obtenerla) (Butler *et al.*, 2018).

¹⁸ Entendidos como las instituciones que hacen colocaciones de créditos en el mercado pero a través de terceros.

Gráfico 3: Resumen FONAPYME, RBT Y SGR

Programa	Año de creación	Responsable de análisis de riesgo	Beneficio Otorgado	Falla de mercado asociada
SGR	2000	Sociedades de Garantía Recíproca, cuya propiedad pertenece a los socios protectores	Otorgamiento de avales para fideicomisos financieros, cheques de pago diferido, prestamos, etc	Problemas de las pymes con las garantías, vinculados a la escasez de activos para ofrecer como contraparte
RBT	2000	Bancos comerciales adheridos al programa	Bonificación de puntos de interés en los créditos otorgados por los bancos comerciales	Elevadas tasas en los créditos para pymes por información asimétrica o costo fijo elevado en la evaluación de proyectos
FONAPYME	2000	Comité de inversiones de FONAPYME, cuya presidencia recae sobre SEPYME	Otorgamiento directo de créditos por parte del Estado a tasas inferiores a las del mercado	Restricciones de las pymes para acceder al mercado crediticio por escases de “información dura” e información asimétrica

Fuente: Butler *et al*, 2018.

Sin embargo, como se mencionó en secciones anteriores, la elevada tasa de política monetaria establecida por el BCRA es una de las causas que podría generar condiciones desfavorables para acceder al crédito productivo, además de llevar a la ruptura en la cadena de pagos. Así lo refleja la Encuesta de Financiamiento de Pymes presentada por el Instituto Tecnológico Buenos Aires (ITBA), en el 2017, el 58% de las firmas reconocen que el principal obstáculo a la hora de acceder a un crédito productivo son las elevadas tasas de interés.

6. Reflexiones finales

En este trabajo se pretendió documentar la relación que existe entre la adopción de un régimen de Metas de Inflación y su impacto para las firmas de menor tamaño, en materia de financiamiento. Para concretar este objetivo, se realizó una exhaustiva revisión de la literatura, describiendo, en primera instancia, el capitalismo a partir del proceso de financiarización, para entender cómo se insertan en él los regímenes de Metas de Inflación. Habiendo contextualizado a estos regímenes, se desarrolló un análisis del modelo económico que los sustenta teóricamente. Finalmente, se evaluó el impacto del mismo en las posibilidades de financiamiento de las PyMEs.

En esta línea, la literatura revisada evidenció que la elevada tasa de interés, establecida por las autoridades monetarias como un requisito del funcionamiento del régimen de Metas de Inflación, podría ser una de las causas del desfavorable escenario que las PyMES enfrentan para acceder al crédito productivo. Esto, sumado a los problemas de asimetrías en la información y el riesgo moral, podría haber contribuido a que en el periodo de análisis el crédito otorgado a las PyMES haya caído notoriamente.

Tal como se demostró en este trabajo, el financiamiento del sector PyME tiene un rol fundamental en la consolidación de este sector. Dado que este tipo de empresas tiene una importancia vital para la economía argentina, se debe ser cauteloso a la hora

de diagramar políticas de estabilización macroeconómicas, ya que se corre el riesgo de perjudicarlas. Debido a los efectos negativos en materia de inversión, producto y empleo derivados de la aplicación de un régimen de Metas de Inflación, y, en particular, teniendo en cuenta que provoca problemas en materia de financiamiento (en donde las PyMEs son las empresas más afectadas), consideramos que estas políticas no son las más adecuadas para aplicar en la Argentina.

Asimismo, al plantear políticas alternativas a los regímenes de Metas de Inflación, se evidencia el carácter multifacético del fenómeno inflacionario. Por tanto, consideramos que no se puede aplicar una única política para controlar esta problemática, visualizando a la inflación simplemente como un producto del exceso de demanda, sino que se deben tener en cuenta el rol de la puja distributiva, del tipo de cambio y de los precios internacionales.

En conclusión, consideramos que la reactivación económica no se puede ser posible sin el sector PyME. En este sentido, destacamos que esto sólo será posible si el Estado adopta un rol activo en este proceso, aplicando políticas de apoyo al financiamiento para el sector PyME, junto con políticas antiinflacionarias que consideren el carácter multifacético de la inflación y eviten efectos adversos en el desarrollo económico.

7. Referencias bibliográficas

Abeles, M., Pastrana, F. y Toledo, F. (2011). Política macroeconómica y política de ingresos. *Revista Trabajo, Ocupación y Empleo N, 10*.

Ali Cardenas M. (2010), El modelo de 3 ecuaciones, aproximación a la teoría Neo-Keynesiana. Universidad San Pablo Ceu.

Allami, C. y Cibils, A. (2011). El financiamiento bancario de las pymes en Argentina (2002-2009). *Problemas del desarrollo, 42(165)*, 61-86.

Arestis, P. (2009). The new consensus in macroeconomics: a critical appraisal. *In Macroeconomic theory and macroeconomic pedagogy*, 100-117. Palgrave Macmillan, London.

Ascúa, R. (2010), *El proceso de creación de empresas post-crisis 2002 y la capacidad de las empresas jóvenes de acceder a financiamiento en Argentina. Una mirada desde la oferta*. Trabajo presentado en el II Congreso de aeda, Buenos Aires.

Baas, T., y Schrooten, M. (2006). Relationship banking and SMEs: A theoretical analysis. *Small Business Economics, 27(2-3)*, 127-137.

Bebczuk, R. N. (2010), *Acceso al financiamiento de las PyMEs en Argentina: estado de situación y propuestas de política*. CEPAL.

Blackwell, D. W., y Winters, D. B. (1997). Banking relationships and the effect of monitoring on loan pricing. *Journal of Financial Research, 20(2)*, 275-289.

- Bleger, L., y Rozenwurcel, G. (2000). Financiamiento a las PyMEs y cambio estructural en la Argentina. Un estudio de caso sobre fallas de mercado y problemas de información. *Desarrollo Económico*, 45-71.
- Bortz, P. G., y Kaltenbrunner, A. (2018). The International Dimension of Financialization in Developing and Emerging Economies. *Development and Change*, 49(2), 375-393.
- Boyer, R., y Saillard, Y. (2005). *Régulation Theory: the state of the art*. Routledge.
- Butler, I., Guiñazu, S., Giuliadori, D., Martínez Correa, J., Rodríguez, A., y Tacsir, E. (2018). Programas de Financiamiento Productivo a pymes, acceso al crédito y desempeño de las firmas: Evidencia de Argentina. *Banco de Desarrollo de América Latina*, Working paper: 2018/05
- Carlin, W. Soskice, D. (2014), *Macroeconomics, Institutions, Instability, and the Financial System*, Oxford University Press, USA.
- Chesnais F. (2001), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos*, Lozada, Buenos Aires, Argentina.
- Demeke M., Pangrazio G. and Maetz M. (2010). Country responses to the food security crisis: Nature and preliminary implications of the policies pursued, FAO.
- Eatwell, J., y Taylor, L. (2001). *Global finance at risk: the case for international regulation*. The New Press, New York
- Ferraro, C., y Stumpo, G. (2010). Políticas de apoyo a las pymes en América Latina. *Santiago de Chile: CEPAL y Cooperazione Italiana*.
- Frenkel, R. (2008). From the boom in capital inflows to financial traps. *Capital market liberalization and development*, 101-120.
- Frenkel, Roberto y Martín Rapetti (2011), “Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza para América Latina en la próxima década?”, *Serie Macroeconomía del Desarrollo*, N° 116, CEPAL.
- Galtier, F. (2009), How to manage food price instability in developing countries. *MOISA Working Paper:5/2009*
- Gérard, F. (2000). De la crise financière à la crise alimentaire: l'Indonésie en 1997-1999. *Revue Tiers Monde*, 411-430.
- Gilbert, C. L. (2011). Food reserves in developing countries. Trade policy options for improved food security. *ICTSD Programme on Agricultural Trade and Sustainable Development, Issue Paper*, (37).
- Grupo, D. F. C. (2002), *Acceso de las Pequeñas y Medianas Empresas al Financiamiento*. Inter-American Development Bank.

- IMF, O., y UNCTAD, W. (2011), Price Volatility in Food and Agricultural Markets: Policy Responses. *Food and Agricultural Organization. JOHNSON JJ*, 1999-2008.
- Kaltenbrunner, A., y Paineira, J. P. (2014). “Developing countries’ changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: The Brazilian experience”. *Cambridge Journal of Economics*, 39(5), 1281-1306.
- Lim, J. (2008). Central banking in the Philippines: from inflation targeting to financing development. *International Review of Applied Economics*, 22(2), 271-285.
- Observatorio PyME (2014). Informe Especial: Acceso a financiamiento y crédito en PyME industriales. Disponible en: www.observatoriopyme.org.ar.
- Observatorio PyME (2016). Informe Especial: Inversión y acceso al financiamiento en el segmento PyME manufacturero. Aspectos estructurales. Disponible en: www.observatoriopyme.org.ar.
- Rodrik, D. (2008). The real exchange rate and economic growth. *Brookings papers on economic activity*, 2008(2), 365-412.
- Stiglitz, J. E, Jaramillo-Vallejo, J. y Chal Park, Y. (1993), *The Role of the State in Financial Markets*, World Bank Research Observer, Annual Conference on Development Economics Supplement.
- Stiglitz, J. E., y Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *The American Economic Review*, 71(3), 393-410.
- Stirati, A. (2007). Inflación, desempleo e histéresis: una mirada alternativa. *Grupo Luján Serie De Seminarios Sraffianos II*.
- Stockhammer, E. (2004), “Financialization and the slowdown of accumulation”, *Cambridge Journal of Economics*, 28, 5 (1), 719–741.
- Timmer, C. P. (2010). Management of rice reserve stocks in Asia: Analytical issues and country experience. In *Commodity market review 2009-2010* (pp. 88-120). Food and Agriculture Organization of the United Nations.
- Trajtenberg, L., Valdecantos, S., y Vega, D. (2015). Los determinantes de la inflación en América Latina: un estudio empírico del período 1990-2013. *Estructura productiva y política macroeconómica. Enfoques heterodoxos desde América Latina. Santiago: CEPAL, 2015*.
- Vogel, R. C. (1974). The dynamics of inflation in Latin America, 1950-1969. *The American Economic Review*, 64(1), 102-114.
- Weintraub, S. (1959), “A general theory of the price level, output, income distribution, and economic growth”. *Chilton Company*, Philadelphia.
- Woyecheszen, S. (2018). *Inclusión financiera de las pequeñas y medianas empresas en la Argentina*. Documentos de Proyectos, CEPAL.