

SUPLEMENTO  
**107**

**RePro**  
REALIDAD PROFESIONAL

# INFORME ECONÓMICO DE COYUNTURA

## Financiamiento Empresario



*Ciencias Económicas*

CONSEJO | BUENOS AIRES



# El financiamiento empresario

## 1. Desarrollo económico y su financiamiento

El objetivo de las autoridades económicas es intentar mantener en el futuro los altos niveles de crecimiento, que se vienen registrando en la economía argentina desde el año 2003. Para que este objetivo resulte sustentable, habrá que incrementar la tasa de inversión, pero ésta requiere plazos de maduración y por ende la necesidad de financiamiento de mediano y largo plazo.

Las condiciones de superávit fiscal del presupuesto nacional pueden garantizar la inversión pública. Por su parte, los flujos de fondos internacionales, lo hacen con la inversión privada extranjera. Pero cuando hablamos de financiamiento del capital nacional en Argentina, es cuando comienzan a aparecer las debilidades que deben ser corregidas.

Los bajos niveles de crédito bancario y la escasa actividad en el mercado de capitales, son reemplazados por el autofinanciamiento empresario.

Y aquí las limitaciones macroeconómicas adoptan formas concretas a nivel de las empresas. La unidad de producción debe financiar tanto el capital de trabajo como las inversiones para el aumento de la capacidad productiva. Pero siempre se anteponen las urgencias derivadas de la necesidad de financiar el capital de trabajo. Éste tiende a absorber el grueso de la capacidad de autofinanciamiento o bien la limita seriamente para la inversión reproductiva.

El capital privado nacional tiene serias restricciones para acompañar el necesario proceso de inversiones que el país necesita para hacer sustentable las actuales tasas de crecimiento. Las analizaremos en detalle.

## 2. Las limitaciones del financiamiento empresario

Al margen del autofinanciamiento, existen dos grandes áreas de provisión de fondos: el sistema bancario y el mercado de capitales. Analizaremos los procesos que generan obstáculos para su despliegue.

### 2.1. El financiamiento bancario

En otras oportunidades ya nos hemos referido a las limitaciones del financiamiento a través del sistema bancario. Analizaremos ahora el circuito específico que trazan: fondeo; intermediación y crédito.

#### 2.1.1. El fondeo

El crédito bancario tiene como límite el fondeo, es decir los depósitos que el sistema bancario pueden lograr del público. Sin embargo, debemos tener en cuenta el tratamiento diferencial que debemos realizar de los depósitos del sector público. En las condiciones de la coyuntura actual (a setiembre del 2007), esa categoría de depósitos representan el 26 % del total y están generados por la acumulación de sucesivos superávit del presupuesto de Administración Nacional.

Dentro del esquema macroeconómico actual, resulta imposible aplicar estos fondos al préstamo bancario ya que se orientan a sostener los títulos emitidos para absorción monetaria por el BCRA a fin de compensar la expansión derivada de la compra de reservas para mantener el nivel del tipo de cambio.

Los depósitos privados (deducido un porcentaje para encajes) están

aplicados al crédito privado. Existe un margen para su ampliación, pero esta posibilidad se encuentra en un entorno del 10-15%, que los bancos prefieren aplicarlas a títulos del sector público.

Un eventual cambio en las regulaciones para reorientar este margen al crédito privado, no representan una solución de fondo al problema. Tendremos oportunidad de verificarlo al evaluar las cifras globales de crédito disponible.

Además, inciden en el crédito los aspectos cualitativos del fondeo: el tipo de depósito y sus plazos. El grueso de los depósitos son remunerados. Los depósitos a la vista, cuyo único costo es el administrativo, sólo cubren una cuarta parte del total.

El costo de remuneración del grueso de los depósitos pasa a abultar la formación del precio de la tasa de interés. Esto representa una diferencia fundamental con el fondeo del crédito en países desarrollados donde los depósitos más importantes son a la vista. E incluso con la propia experiencia histórica en Argentina hasta la reforma financiera de 1977 donde ese tipo de depósitos llegaban a niveles del 45 % del total. También el plazo de esos depósitos. Un reciente estudio de la consultora Ecolatina nos dice:

*“Una falencia estructural del sistema financiero argentino es su cortoplacismo. Este rasgo condiciona seriamente su capacidad para actuar como nexo natural entre el ahorro y la inversión productiva.*

*Los bancos se fondean casi exclusivamente con depósitos a corto plazo, pues ocho de cada diez pesos se colocan a menos de 2 meses.” [...]*

*La reacción de los bancos es moverse sobre terreno seguro y evitar los riesgos de descalce: los préstamos a corto plazo ya alcanzan 80%.” (Ecolatina. Informe Económico Semanal Nº 635. 19-10-07)*

#### 2.1.2. La intermediación

Al costo y cortoplacismo del fondeo se suman los costos de la intermediación financiera. Es por eso que a la formación del precio de la tasa de interés debemos agregar el diferencial de costos respecto a la tasa internacional originado en los gastos de explotación y en las provisiones por cartera irregular.

El mayor gasto de explotación se explica por la sobredimensión que adquirió el sistema bancario en los '70 y del que aún no pudo desprenderse. Hoy sólo existe el 30 % de las firmas bancarias que giraban en el año 1980, pero la cantidad de sucursales es la misma. Durante un cuarto de siglo se han venido reciclando bajo diversas denominaciones comerciales.

El Banco Internacional de Pagos de Basilea da a conocer periódicamente el indicador de “Gastos de Explotación” en porcentaje de los activos totales de los grupos de mejores bancos para una muestra de 13 países desarrollados. Hemos comparado una media simple de esos países para el año 2006 con el indicador “ROA-Gastos de Administración” (con igual definición) de los diez mejores bancos privados de Argentina y obtenemos un valor para Argentina del orden del 200% superior.



Pero también la dotación de provisiones por cartera irregular. Realizando similar comparación obtenemos un valor para los bancos de Argentina del 234 % superior.

Un mayor costo que se debería traducir en un aumento equivalente del precio de los servicios e intereses que cobran los bancos. Pero cuando vamos a la comparación internacional de un rubro representativo de los ingresos de bancos, recurrimos al indicador "Margen de Intermediación / Activos" y su equivalente en Argentina ("ROA Ingresos Financieros") y encontramos que es el 673 % superior.

Mientras los niveles de costo son entre 3 y 3,3 veces superior, los ingresos trepan a casi 8 veces y su impacto recae en el costo financiero del conjunto de la actividad económica

### 2.1.3. Los créditos

El impacto de las particulares características del fondeo y la intermediación recae sobre los créditos: tasas, formas del crédito y volumen.

Desde la reforma financiera de Martínez de Hoz en 1977, la comparación que realicemos entre los niveles de tasa efectiva del crédito interno y del crédito internacional, en cualquier sub-período seleccionado, arrojará siempre resultados diferenciales ubicados entre 4 y 5 veces mayor.

No encontraremos este nivel de diferencias en créditos específicos a las empresas. Por ejemplo, en descuento de documentos a empresas de primera línea podremos encontrar variaciones de entre el doble y el triple. Pero el diferencial se eleva a través de la tasa promedio, a partir de una muy particular composición de la cartera de préstamos.

Respecto a los niveles de tasa de descuento comercial a empresas de primera línea, la tasa por adelantos en cuenta corriente, duplica ese nivel. En el caso de créditos personales y tarjetas de crédito, la triplica.

No es casualidad entonces, que el importante incremento del crédito desde la crisis haya engrosado estas formas de otorgamiento con mayor tasa. Si tomamos la variación del crédito privado entre diciembre de 2003 y setiembre de 2007, 2/3 del incremento corresponden a ese tipo de crédito. No podemos pensar que las empresas de Argentina están financiando el aumento de su capacidad productiva con créditos personales que llegan a sextuplicar los niveles internacionales.

Y más grave aún si diferenciamos estos créditos por magnitud de las empresas. De la propia estadística del BCRA surge que la pequeña empresa está pagando niveles de tasa que triplican los de empresas de primera línea.

Y por fin el volumen de crédito. Resulta una mera consecuencia de las características del fondeo, la intermediación, las tasas y las formas del crédito. No sólo no existe crédito adaptable a las necesidades de las empresas. Éstas ni siquiera lo solicitan.

Si relacionamos el volumen del crédito privado con el PBI obtenemos un indicador que hace posible su comparación internacional. El Banco Mundial en su estadística compatibilizada para todos los países del mundo sitúa a Argentina en el año 2005 con el 11,7 %. Este nivel lo ubica en el ranking internacional en una franja junto a países como Rwanda, Mozambique y Tanzania. Todos los países de América Latina (incluso Haití) se ubican por arriba de ese nivel y Chile

figura con 82,3 %, en la misma franja junto a países como Finlandia, Bélgica e Italia.

Nuestra propia estadística actualizada indica un valor algo menor para el año 2005 (8,5 %) y un crecimiento a partir de allí, llegando en el periodo enero-julio 2007 al 10,6 % del PBI. Sin embargo, estas diferencias de estimación no tienen importancia frente al abismo que existe respecto al resto del mundo.

A su vez la pequeña y mediana empresa, dentro de este reducido nivel de crédito, participa en una baja relación. La estadística del BCRA nos indica que el crédito comercial hasta \$ 250.000 representa en setiembre de 2007 un 7,6 % del monto total de la cartera.

Dentro de las actuales reglas de juego, los márgenes para modificar esta situación son muy limitados, ya que en última instancia depende del volumen y características del fondeo.

Que los ciudadanos argentinos prefieran realizar sus depósitos de largo plazo en el exterior, y los que realiza en el país lo haga bajo formas de corto plazo, no puede solucionarse a la brevedad y menos con meros cambios legales. Existen factores económicos y culturales muy profundos a vencer.

## 2.2. El mercado de capitales

### 2.2.1. Su funcionamiento en países desarrollados

Los estudios indican que también en el mundo desarrollado el financiamiento bancario es una baja proporción del financiamiento empresarial. Pero bajo el rubro autofinanciamiento, no sólo aparece la utilización de los excedentes del flujo de fondos de la propia empresa sino también el mercado de capitales. En particular, el mercado accionario.

Este es el "íntimo" secreto del extraordinario crecimiento de la actividad privada en los países desarrollados: disponer de amplios mercados de capital. Como no va ser el secreto del éxito si el costo de ese financiamiento es cero. El accionista accede a una remuneración de su capital sólo si existen utilidades para distribuir.

La solución para Argentina parecería estar a la mano: hacer funcionar el mercado de capitales. Pero para hacerlo posible se necesitan dos requisitos fundamentales que caracterizan las economías desarrolladas: una expectativa de rentabilidad ubicada en un horizonte de mediano y largo plazo y la asunción de riesgos.

Tan vitales que hacen no sólo a nuestra diferenciación económica sino también a nuestra diferenciación cultural con el "primer mundo". No puede sorprender entonces que en Argentina, históricamente, casi no haya existido un mercado de capitales. Más aún asistimos a su deterioro sistemático en el largo plazo.

Es por esto que resulta válida su revisión para intentar cuantificar su participación en el financiamiento empresarial y sondear los posibles caminos para superar las profundas vallas que se presentan.

### 2.2.2. El volumen del mercado de capitales en Argentina

Existen varias perspectivas posibles para el análisis del mercado de capitales. Si lo hacemos desde el punto de vista del colocador de fondos tendríamos que revisar su esqueleto institucional: bolsas y mercados, inversores individuales e institucionales, instrumentos privados y públicos, sus aspectos económicos, financieros y jurídicos, etc.



Pero en esta oportunidad nos interesa el mercado de capitales en función del financiamiento de la empresa privada. Es por eso que descartamos del análisis los intermediarios financieros y sólo tenemos en cuenta los aspectos cuantitativos de los instrumentos de financiamiento a los que tiene acceso la empresa privada, hoy en Argentina.

En el anexo I presentamos un cuadro estadístico que ha sido elaborado por el Instituto Argentino del Mercado de Capitales para una reciente exposición en el Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Capital Federal.

Hemos tomado allí la información sobre emisión "bruta" de instrumentos, es decir, no sólo la financiación "genuina" sino también la refinanciación de instrumentos a fin de hacerlo comparable con otras dimensiones macroeconómicas.

Para tener una aproximación a su volumen comparamos el total de estos instrumentos de financiación empresaria con el stock de crédito bancario privado a fines del año 2006. Dicha relación es de sólo 24,26 %, lo que significa que el crédito del mercado de capitales adiciona al crédito bancario sólo una cuarta parte de su volumen. Y en este tipo de financiamiento, la participación de la pequeña y mediana empresa, aunque viene aumentando, se encuentra en un entorno de valores extremadamente bajos.

### 2.2.3. Los instrumentos del mercado de capitales

Si repasamos uno por uno los instrumentos veremos que existen serias dificultades para su desarrollo. Los más importantes son las Obligaciones Negociables y los Fideicomisos Financieros que en el año 2006 representaron el 90,5 % del total de estas operaciones.

El caso de las Obligaciones Negociables enfrenta un mercado de colocaciones financieras cortoplacista, el mismo que marca a fuego el financiamiento bancario. Desde ese punto de vista no puede competir con el mercado bancario ya que para las empresas de primera línea, usuarias de este instrumento, las menores tasas bancarias relativas en esa franja hacen equivalentes los costos con este instrumento de financiación directa.

El otro instrumento importante, los Fideicomisos Financieros tiene serias limitaciones institucionales y tributarias para su manejo. Cabe recordar que los fideicomisos, una construcción financiera de alta complejidad, tienen cabida en nuestra legislación a través de una ley orientada al rubro construcciones.

Pero lo más notable que surge del cuadro es que el instrumento que debería ser "estrella" en el financiamiento empresarial, la suscripción de acciones, de entre cuatro instrumentos ocupa el tercer lugar, y su participación oscila en el entorno del 7-15 % del total.

Esto es producto del bajo nivel de la actividad accionaria en el país. Si observamos la operatoria global de la Bolsa de Buenos Aires, nos encontramos con que el primer rubro de actividad son los títulos públicos. En el 2006, sus negociaciones significaron el 62,7 % del volumen total operado. En segundo lugar encontramos el rubro "Cauciones y Pases" con el 19,8 %. Y recién en tercer lugar aparecen las acciones con un exiguo 12,2 % del total del volumen operado.

Pero a su vez este bajo porcentaje representa el total del movimiento accionario. Y como en todas las bolsas del mundo se conjugan allí operaciones primarias de financiamiento de empresas y operaciones secundarias pura-

mente especulativas.

Si la estadística del Instituto Argentino del Mercado de Capitales (Anexo I) nos dice cual es el monto de acciones colocadas en el mercado para adicionar capital a las empresas, no podemos eludir la comparación respectiva. Del total de acciones operadas en el año 2006 (el 12,2 % del volumen total negociado en la Bolsa), sólo el 6,7 % son operaciones primarias. Esto significa que sólo el 0,82 % (menos del 1%) del movimiento total de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires implica nuevo capital para las empresas.

Sólo cabe comparar esto con los países desarrollados, donde el mercado accionario es la principal actividad de las bolsas y la principal fuente de financiamiento de las empresas.

### 2.2.4 El deterioro del mercado de capitales

Y no es un problema de la actual coyuntura. El deterioro de la Bolsa de Comercio como mercado de capitales se viene agravando a través de décadas.

Actualmente operan en el mercado accionario 106 empresas. Un reciente informe de la Comisión Nacional de Valores (CNV) compara este número con otros países de América Latina. Desde este punto de vista, Argentina marcha quinta en el ranking de cantidad de compañías listadas. Aparece luego de Brasil (350); México (335); Chile (246) y Perú (221). Por nuestra parte, preferimos hacer la comparación histórica con el propio caso argentino. Hace cerca de medio siglo, en 1961, existían 675 empresas que operaban en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Y desde aquellos años el número desciende de manera sistemática.

¿Cuáles son las causas de esto? En primer lugar un entorno económico de alta volatilidad. El índice Merval en dólares que había llegado al índice 891 al finalizar mayo de 1992, desciende al índice 378 sólo un año después. En julio de 1997 vuelve a preparar al índice 850, y sólo un año después (agosto de 1998) vuelve a caer a niveles similares al anterior mínimo (358). Luego una pequeña recuperación (632 en febrero de 2000) comienza una estrepitosa caída, producto de la crisis más profunda de la historia económica argentina donde llega al índice 89 en mayo de 2002. A pesar del sistemático aumento que se ha venido operando en el índice desde aquella época, aún hoy, no ha podido superar (en dólares) los máximos niveles históricos alcanzados.

Este tipo de inestabilidad en el largo plazo, lo podemos encontrar dentro de las cifras anuales, mensuales, semanales y diarias. Pero no sólo producto de recurrentes shocks a la que se ve sometida la economía argentina, sino por las condiciones de alta volatilidad financiera mundial en el periodo de la globalización.

El tamaño pequeño en términos relativos de nuestro mercado financiero frente a la dimensión de los movimientos internacionales y la conectividad de los mercados, hace posible que milésimas de ese capital que entran o salen de nuestro país, al ritmo de la volatilidad internacional, produzca verdaderos terremotos financieros.

En segundo lugar, los bajos niveles de capitalización del mercado, es decir, valor de las empresas nacionales que cotizan en Bolsa respecto al PBI. En este sentido, la estadística para el año 2006 del FMI (Global Financial Stability Report



— octubre 2007) nos indica que mientras esta relación para los países desarrollados se encuentra en el entorno 100 -150 (Unión Europea, 95,78; Estados Unidos: 148,31), América Latina está en la mitad de la Unión Europea (49,43) y Argentina (con estimación propia basada en información del IAMC), con un índice de 24,33 se ubica en la cuarta parte del nivel de la Unión Europea.

Son problemas típicos del bajo nivel de desarrollo de las instituciones del capitalismo en nuestro país. Sin embargo, surgen dudas acerca de su origen. El deterioro histórico se ha producido tanto en periodos de economía “populista” como de economía “pro empresa.” Esto significa que existen procesos muy profundos que deben ser detectados y extirpados.

Una prueba de ello es lo sucedido en los ‘90 con las privatizaciones. Hubiese sido una magnífica oportunidad para desarrollar el mercado de capitales con el sólo requisito de exigir a los concesionarios la cotización en bolsa de las empresas privadas que se creaban con este objetivo. Incluso hubiese servido para dar mayor transparencia a las actividades de empresas que prestan, nada menos, que servicios públicos. No se exigió en ningún caso.

También podría ayudar a desentrañar las causas si investigamos el porqué, en los casos de empresas privadas que se desnacionalizan por venta a capitales extranjeros, lo primero que hacen sus nuevos titulares, es retirarlas del mercado accionario.

El tercer elemento que produce este deterioro histórico del mercado de capitales es el perfil del ahorrista que tiende a colocar los fondos de largo plazo en el exterior y los de corto plazo en Argentina.

### 3. Explorando alternativas

Tanto el gobierno, a través de la Comisión Nacional de Valores (CNV) como las instituciones privadas vinculadas a esta actividad (Instituto Argentino del Mercado de Capitales, Bolsa de Comercio de Buenos Aires, etc.) están realizando un verdadero esfuerzo para difundir los mecanismos y posibilidades del mercado de capitales. Y están logrando algunos resultados. Sin embargo, el problema es muy profundo. Para llevar el mercado de capitales a niveles “normales” se requiere cambios institucionales y de comportamiento muy profundos que sólo podrían obtenerse a través de esfuerzos sostenidos en el largo plazo y compartidos por sucesivos gobiernos e instituciones empresarias.

En el mes de mayo de 2007, una nueva conducción de la Unión Industrial Argentina visitaba al entonces presidente Néstor Kirchner. Allí se conversó sobre la necesidad que el país posea su propia banca de desarrollo. Desde entonces, en el seno del ministerio de Economía se viene desarrollando el proyecto de un banco público para el financiamiento a largo plazo de las empresas de capitales nacionales.

Un banco de estas características ha sido fundamental en el proceso de desarrollo de otros países. Es notorio el papel en Japón del Development of Japan y en Corea el Korea Development Bank.

También ha tenido relevancia la experiencia del Banco Nacional de Desarrollo Económico y Social de Brasil (BNDES) creado en 1952. Ha sido el pivote sobre el cual ha sido creado el Brasil actual. Este tipo de experiencia con mayor o menor éxito se repite en todo América Latina a través de banca pública de

desarrollo o bien “corporaciones financieras para el desarrollo”: Venezuela, Perú y otros.

Pero también existieron experiencias históricas en Argentina. Entre los años 1970 y 1993 existió el Banco Nacional de Desarrollo (BNADE) como continuación del Banco de Crédito Industrial creado en los ‘40.

Su tarea tuvo dos etapas. En la primera financió proyectos concretos, especialmente de pequeñas y medianas empresas. En la segunda, fue utilizada como instrumento de corrupción. Los créditos estaban orientados “a los amigos” y con aval del Tesoro Nacional debido a que previamente, los funcionarios del banco habían rechazado esa solicitud de crédito. Esas empresas no pagaron y en 1993 fue liquidado.

Sobre la base de esta experiencia los sectores neoliberales atacaron fuertemente el proyecto Gobierno-UJA. Como el análisis económico y la experiencia internacional muestran la imprescindible necesidad de una institución de este tipo, la única crítica posible es la corrupción.

Pero el argumento supone la inevitabilidad de la corrupción. No realizan aporte alguno para un diseño institucional que evite esa posibilidad.

Sin embargo, la crítica a un banco de desarrollo posee otras aristas interesantes. La oposición total por la corrupción que engendra, es la opinión de un grupo de asesores económicos. Pero nos encontramos con que los sectores empresarios de la actividad bancaria, los más vinculados al pensamiento neoliberal, no opinan lo mismo. Más aún, apoyan abiertamente la idea. Mario Vicens, presidente de la Asociación de Bancos de Argentina (ABA) expresa al respecto:

*“Contar con un instrumento financiero como el BICE que pueda canalizar fondos blandos que sólo están disponibles para el país a través del sector público es muy positivo.” (Página 12-19 de Agosto de 2007)*

Por su parte, Jorge Brito, Presidente de ADEBA, otra cámara privada de bancos, nos dice:

*“Hay que hacer algo para generar préstamos a largo plazo y a tasa blanda. Esa tasa blanda sólo se logra con intermediación del Estado. [...]”*

*Yo entiendo que el Estado debe fijar prioridades y subsidiarlas. Los recursos fiscales están, se puede usar el BICE para sindicar quiénes son los que más los necesitan o cuáles son los sectores que generan mayores beneficios a la sociedad en general [...]*

*Hay que empezar por algo, para hacer lo de Brasil se tardaría mucho tiempo. Los brasileños vienen a comprar empresas argentinas con un crédito a 15 años al 6 por ciento. Quizá, si lo hubiéramos hecho antes, se podría haber salvado Loma Negra, por ejemplo.” (Página 12, citado)*

No pueden oponerse a un área de crédito que si continúa ausente, de manera inevitable surgirán normas que obliguen a la banca privada a otorgarlo y no quieren hacerse cargo de ello.

Por eso es importante la existencia de un proyecto para impulsar un concepto global de banca de inversión en el país. Perteneció a los economistas Aldo Ferrer y Eduardo Curia y fue mencionado por el primero de ellos en un seminario de la Comisión Nacional de Valores. En su exposición, el Dr. Ferrer explica el





por qué de su proyecto:

*“Es preciso prolongar en el tiempo el aumento de las inversiones fijando, como meta, una tasa del 30%, para sostener un crecimiento de largo plazo comparable al actual, necesario para generar empleo y elevar sustentablemente el nivel y la calidad de vida de la población. Este objetivo es inalcanzable sin involucrar al sistema bancario y el mercado de capitales en la movilización del ahorro y su canalización hacia los objetivos estratégicos del desarrollo.*

*Desde principios de 2002 hasta la actualidad, la inversión privada tuvo una participación decisiva en la recuperación de la economía y fue financiada, en su mayor parte, con recursos propios de los particulares y las firmas. Visto el aumento de la demanda de inversiones en una economía en rápida expansión, la escasa presencia del crédito y el mercado de capitales es un problema acuciante.”* (Aldo Ferrer, Mercado de Capitales y Desarrollo Económico-Seminario de la CNV; noviembre de 2007)

No sólo se trata de crear un banco de inversión con capitales públicos. Dicho banco debería liderar una política conjunta de la banca privada y pública orientada al crédito a largo plazo con origen bancario y del mercado de capitales.

No se conocen los detalles del proyecto. Por nuestra parte entendemos que el éxito de este esfuerzo público-privado supone la coordinación de una cantidad de instrumentos que están disponibles pero no se potencian de manera adecuada:

- Fondos de préstamos a largo plazo para pequeña y mediana empresa originados en el estado e instituciones internacionales.
- Evaluación técnica, económica y financiera de los proyectos.
- Fondos de garantía (securitización) de los préstamos y participaciones accionarias en el mercado de capitales.
- Vincular este sistema financiero con el apoyo del sistema de ciencia y técnica
- Combinar acciones del mercado de capitales y del sistema financiero para el apoyo de proyectos específicos.

Además requiere cambios institucionales en el Estado:

- Reforma tributaria orientada a favorecer el mercado accionario, discriminando a favor de la renta originada en acciones, y de las empresas cotizantes en Bolsa.
- Reforma del sistema previsional y de seguros para orientar las colocaciones financieras hacia el capital accionario nacional.
- Reforma del sistema financiero orientado a diferenciar la banca de inversión de la banca comercial y flexibilizar la participación de las entidades financieras en las empresas.

Reformas institucionales de este tipo en el marco de programas económicos de mediano y largo plazo y garantía de estabilidad en las regulaciones del sector público, podrán empezar a revertir las condiciones del sistema financiero y del mercado de capitales y su participación en el financiamiento empresario.

## Anexo 1. Financiamiento de empresas en el Mercado de Capitales

### I. Emisiones totales en el Mercado de Capitales (en millones de dólares)

Instrumento	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (*)
Obligaciones Negociables	2.426	51	1.432	1.589	3.638	2.997	2.851
Fideicomisos Financieros	3.102	167	451	525	1.704	2.378	2.036
Suscripción de Acciones	135	135	328	202	955	422	910
Cheques de Pago Diferido			0	15	71	140	170
Totales	5.663	2.584	2.211	2.331	6.638	5.937	5.967
Acciones en el total (en%)	2,38	6,46	14,83	8,67	15,00	7,11	15,25

### I. Emisiones para PyMEs en el Mercado de Capitales (en millones de dólares)

Instrumento	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 (*)
Obligaciones Negociables	1,25	3,75	1,40	0,40	1,08	4,37	1,82
Cheques de Pago Diferido	-	-	0,11	14,84	71,15	139,91	169,65
Fideicomisos Financieros	6,31	1,35	9,31	24,05	70,36	102,52	93,82
Valores de Corto Plazo	-	0,30	0,50	0,35	0,15	-	-
Suscripción de Acciones	-	-	-	-	-	2,14	-
Totales	7,56	5,40	11,33	39,64	142,74	248,95	265,29

Relación PyME / Total (en%)	0,13	0,21	0,51	1,70	2,24	4,19	4,45
-----------------------------	------	------	------	------	------	------	------

\*) : A octubre de 2007

Fuente: IAMC - Exposición en el CPCE 15-11-07

