

7
2 es.



Universidad Nacional Autónoma de México

Facultad de Contaduría y Administración

LA ADMINISTRACION DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS CON INS- TRUMENTOS DEL MERCADO DE DINERO

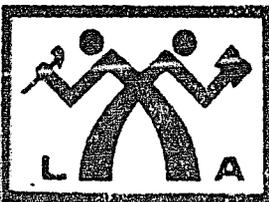
Seminario de Investigación Administrativa

Que en opción al grado de:

LICENCIADO EN ADMINISTRACION

P r e s e n t a :

Rafael Andrade Oliveros



Director del Seminario: Lic. Héctor Ortiz Reyes

México, D. F.

1988



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas Tesis Digitales Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS © PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis está protegido por la Ley Federal del Derecho de Autor (LFDA) de los Estados Unidos Mexicanos (México).

El uso de imágenes, fragmentos de videos, y demás material que sea objeto de protección de los derechos de autor, será exclusivamente para fines educativos e informativos y deberá citar la fuente donde la obtuvo mencionando el autor o autores. Cualquier uso distinto como el lucro, reproducción, edición o modificación, será perseguido y sancionado por el respectivo titular de los Derechos de Autor.

I N D I C E

METODOLOGIA.

INTRODUCCION.

CAPITULO 1.	INVERSIONES	11
1.1	La Bolsa mexicana de Valores.	11
1.1.1	Situación actual.	14
1.1.2	Funciones.	18
1.1.3	Organización.	19
1.2.	Organismos de regulación, vi- gilancia y fomento.	21
1.2.1	Secretaría de Hacienda y Cré- dito Público.	21
1.2.2	Banco de México.	27
1.2.3	Comisión Nacional de Valores.	29
1.2.4	Comite Consultivo de la Comi- sión Nacional de Valores.	34
1.2.5	Ley del Mercado de Valores.	37
CAPITULO 2.	ADMINISTRACION FINANCIERA DE LAS INVERSIONES.	38
2.1	Concepto.	38
2.1	Inversión.	38
2.1	Inversión real.	39

2.1.3	Inversión financiera.	39
2.2	Planeación.	40
2.2.1	Formulación de objetivos.	40
	a) Liquidez.	40
	b) Rendimiento.	41
	c) Plazo.	42
	d) Riesgo	42
2.3	Análisis de la inversión.	43
2.3.1	Pronóstico de la inflación.	43
2.3.2	Inflación y gasto público.	47
2.3.3	Factor externo.	49
2.3.4	Inflación, circulante y salarios.	51
2.3.5	Política gubernamental.	54
2.3.6	Escenario.	56
2.4	Inversiones de renta fija.	61
2.4.1	concepto.	61
2.4.2	Pronóstico de las tasas de interés.	62
2.4.3	Características.	66
2.5	Inversiones de renta variable.	69
2.5.1.	Concepto.	69

2.5.2	Valuación de acciones.	70
2.5.3	Características.	80
2.6	Inversiones de protección.	85
2.6.1	Concepto.	85
2.6.2	Pronóstico del tipo de cambio.	86
2.6.3	Sistemas de tipo de cambio.	86
2.6.4	Control de cambios.	87
2.7	Asesoría de inversiones.	90
2.8	Organización.	91
2.9	Dirección.	95
2.10	control.	97
CAPITULO 3.	MERCADO DE DINERO.	100
3.1	Concepto.	100
3.2	instrumentos y sus caracterís	
	ticas.	110
	a) Cetes.	110
	b) Pagarés.	118
	c) Papel comercial.	122
	d) Aceptaciones bancarias.	125

	e) Pagaré empresarial bursátil.	128
CAPITULO 4.	POSIBILIDADES DE CREACION DE UNA CARTERA DE INVERSION.	130
4.1	Filosofia de la política de <u>in</u> versión.	132
4.1.1	El objeto: Lograr unos benefi- cios máximos.	134
4.1.2	Los medios: inversión en valo- res de carácter incierto.	135
4.1.3	La limitación: Capacidad de <u>to</u> lerancia para operar con valo- res de carácter especulativo.	138
4.2	Características de inversión de los valores.	140
4.3	El problema del análisis de - los valores.	142
4.4	Políticas para formar una car- tera de inversión.	145
4.5	El riesgo financiero en la -- constitución de la cartera.	148
4.5.1	La categoría de los valores.	149

4.5.1.1	Adaptación de la política a las necesidades de inversión.	151
4.5.2	Diversificación del riesgo financiero.	155
4.5.2.1	Principios de diversificación.	157
4.5.2.2	Métodos de diversificación.	159
4.5.2.3	El efecto de la diversificación.	161
4.5.3	Concentración del riesgo.	165
4.6	La administración de la cartera de valores.	165
4.6.1	Reajuste de la cartera en previsión de cambios en los precios.	167
4.6.1.1	Reajuste por influencias cíclicas sobre los valores de riesgo financiero.	169
4.6.1.2	Reajuste para las influencias cíclicas sobre los valores con riesgo en el tipo de interés.	176
4.6.1.3	Reajuste en previsión de cambios en el nivel general de precios.	180
4.6.2	La compraventa de valores en función de las fluctuaciones del mercado general.	182

CONCLUSIONES

185

BIBLIOGRAFIA

196

METODOLOGIA BASICA

SELECCION DEL TEMA.

El tema presentado en este trabajo, es producto de la inquietud nacida a raíz del gran auge y, más aún, la gran importancia que en los últimos años ha cobrado la inversión en México, dentro del contexto de la Administración Financiera Institucional. Y dar a conocer las distintas formas y tipos, haciendo incapie en aquellas cuya clasificación dentro del contexto de éstas y conforme a su rendimiento se enmarcan dentro de los valores de -- renta fija, concretamente en el Mercado de Dinero de cuyas características se desprende el bajo riesgo, su alta liquidez y el corto plazo para su realización. Permitiendo con esto al -- Administrador Financiero y, porque no, a toda persona, estudiante o profesionista cumplir con objetivos predefinidos, sobre el destino o alternativa de inversión de sus excedentes que coadyuvan a un mejor desarrollo que repercuta en el bienestar personal o institucional según sea el caso.

Se debe tomar conciencia de la importancia que reviste en nuestros días el implemento de una eficiente administración financiera encargada ésta de elaborar una cartera de inversiones de acuerdo a las necesidades de la institución. Es por ello, y -

para contribuir y ahondar más sobre el tema, que presento este trabajo esperando de alguna manera contribuir al logro de tan compleja labor, al difundir algunas características y ventajas que nos brinda éste mercado, ya que en estos tiempos de crisis resulta imprescindible recurrir a este tipo de inversiones que en determinado momento nos permiten optimizar los resultados esperados. Mediante la aminoración del impacto inflacionario sobre nuestros recursos.

La Administración financiera de las inversiones y el Mercado de Dinero, es el presente tema, queriendo que sea de todos, pues en la medida que participemos cumplirá o no con sus objetivos. Cumpliendo con él no sólo estaré cumpliendo con mi deber de ciudadano o pasante, sino además con el de presentar mi opción para obtener el título de Licenciado en Administración.

PROBLEMA

Buscar, comprender y dar a conocer medidas y acciones que se deben tomar en cuenta al incurrir en el complejo mundo de las inversiones, principalmente dentro del ámbito del Mercado de Dinero. Que permitan la implementación de una sección o departamento especializado, dentro de la empresa principalmente, en el estudio y puesta en marcha de las inversiones financieras y su canalización de acuerdo a sus características y nece-

sidades requeridas, y con ello obtener un óptimo cumplimiento de los Objetivos perseguidos.

TIPO DE INVESTIGACION.

Para obtener información acerca del tema, fué necesario basarme en la investigación documental y de campo. Por lo que se refiere a la primera, se consultaron libros, revistas y trabajos realizados por organismos relacionados con el tema. Respecto a la investigación de campo, se llevó a cabo en la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, en menor grado, a través de la entrevista con el objeto de obtener información que -- enriqueciera la investigación y dieran cumplimiento a nuestro objetivo.

OBJETIVO

Investigar y dar a conocer las acciones y variables que en forma concreta se deben de considerar día a día para hacer posible el proceso de la Administración de las Inversiones Financieras dentro del Mercado de Dinero y estar en condiciones de obtener los mayores beneficios posibles y aminorar el impacto inflacionario. Así mismo comentar y sugerir algunas propuestas que ayuden de alguna manera a la implementación o departamento especializado en este campo que coadyuve de manera total al máximo logro de los objetivos deseados.

HIPOTESIS

El Mercado de Dinero es el medio que permite y coadyuva al cumplimiento de los objetivos de la función de la Administración - de las Inversiones Financieras que fijados sobre parámetros de liquidez, rendimiento, plazo y riesgo, optimizan el flujo de efectivo en toda organización.

VARIABLES

Dependiente.- Mediante una adecuada Administración de las Inversiones Financieras a través del Mercado de Dinero.

Independiente.- Se logrará la optimización del flujo de efectivo en toda organización.

LIMITES Y ADVERTENCIAS.

La mayor parte de este trabajo se realizó con información proveniente de trabajos realizados por miembros integrantes de la -- Asociación Mexicana de Casas de Bolsa, libros especializados y revistas.

La investigación se sujeta al análisis de la información contenida, en las fuentes antes mencionadas, sobre los avances logrados con respecto al tema, hasta el mes de marzo de 1988.

La investigación se llevará a cabo en un período que comprende el mes de Enero y hasta el mes de Mayo de 1988.

La técnica de investigación del presente trabajo, será de tipo documental y de campo.

Este estudio ofrece la oportunidad de ser enriquecido con aportaciones y sugerencias, así como con estudios complementarios que vercen sobre el tema.

RECURSOS A EMPLEAR EN LA PRESENTE INVESTIGACION.

HUMANOS:

- Un asesor de investigación
- Un investigador documental o de campo
- Una secretaria.

MATERIALES:

- Una máquina de escribir
- Papelería y artículos de oficina
- Un escritorio

TECNICOS:

- Textos
- Trabajos de investigación sobre el tema.
- Libros especializados.
- Revistas.

TIEMPO Y LUGARES DE TRABAJO.

El trabajo fue realizado en lo que corresponde a la investigación de campo, mediante una entrevista con la persona encargada del comite del Mercado de Dinero de la Asociación Mexicana de Casas de Bolsa. De la cual se obtuvo un trabajo elaborado por ellos sobre el Mercado de Dinero.

Referente a la investigación documental, se realizó en bibliotecas, de las cuales se extrajo el material necesario, que sobre el tema a investigar existen, para su concentración.

RECOPIACION Y ORDENAMIENTO DE LA INFORMACION

Dentro de las etapas de investigación (documental y de campo), se recopiló toda la información, que me permitió, la integración del presente trabajo.

Para desarrollar el índice tentativo de la investigación, fue necesaria la integración de un expediente en el que clasifique y ordené por capítulos toda la información obtenida en cada etapa de consulta. En este archivo concentre: textos, libros, revistas y trabajos proporcionados sobre el tema.

REDACCION Y REVISION

Una vez que se diseñó el índice tentativo y fué aprobado por mi asesor, se procedió al desarrollo del primer capítulo.

INTRODUCCION

Cualquier persona que gane más de lo que gasta es un inversio --
nista. Lo es porque esos fondos excedentes necesariamente están
canalizados conciente o inconcientemente a algún fin (o algunos
fines) específicos, a corto, mediano o largo plazo.

El mundo de las inversiones es un mundo interesante. Lo es --
desde el punto de vista que es de interés para todo el mundo vi-
gilar por la conservación e incremento del patrimonio. Hacerlo
es una tarea que requiere, además de contar con los elementos ne
cesarios para ello, esfuerzo, concentración y sobre todo estar -
alerta. Esto es difícil y cansado y no a todo el mundo le di --
vierte hacerlo, pero es necesario.

Usualmente para tener éxito en cualquier cosa un ingrediente in-
dispensable es el trabajo. Aprender a invertir y vigilar requiere
concentración en ello; y esto a su vez causa cansancio físi -
co. Es importante tener esto en mente.

El objetivo del tema es establecer los puntos de partida y la --
manera de analizar las inversiones de corto plazo dentro del --
Mercado de Dinero concretamente, y su interrelación con la fun--
ción de la Administración Financiera de las Inversiones, no sin

antes tomar en cuenta los objetivos propios de esta función, - sus necesidades y la posibilidad de recurrir a dicho mercado.

Se pretende con esto cubrir y poner juntos la mayor parte de - los conocimientos y conceptos más relevantes para la toma de - decisiones. El enfoque es general, buscando beneficiar a dife - rentes tipos de lectores: ejecutivos financieros, empresarios, estudiantes, profesionistas independientes e inversionistas de cualquier otra característica, sin embargo, cabe advertir que, el enfoque principal de este estudio será con respecto a los - primeros.

Finalmente, el deseo primordial es, que con la presentación de este material, se satisfagan muchas dudas y necesidades de in - formación en el área de la Administración de las Inversiones, - que coadyuven, a su vez, al eficiente flujo del efectivo.

De igual forma, se espera que, a la vez, esto de alguna manera despierte más inquietudes en este campo. De lograr, al menos, parte de este último punto, se habrá alcanzado el objetivo de contribuir, en alguna medida, al desarrollo del Mercado de -- Dinero del país.

Es por ello que, el presente trabajo, constituido por cuatro - capítulos esta enfocado a conocer en el primero de ellos: una reseña histórica de la inversión en México, a partir del siglo pasado y su evolución a través del tiempo, hasta nuestros días. Su organización (en la Bolsa Mexicana de Valores) y aquellos - organismos encargados de su regulación, fomento y vigilancia.

En el segundo capítulo, se contempla el proceso de la Administración de las Inversiones Financieras, como el medio que permita la orientación organizada y eficiente de las inversiones.

Como tercer capítulo se trata de manera descriptiva y profusa lo que es el Mercado de Dinero, los instrumentos de inversión que maneja y sus características.

Y en el cuarto y último presento la posibilidad de crear una - cartera de inversión, su manejo y administración. Finalmente, se dan una serie de comentarios y conclusiones, así como algunas sugerencias sobre el presente trabajo.

1. INVERSIONES (ANTECEDENTES)

1.1 La Bolsa Mexicana de Valores

La difícil situación política y social que vivió el país desde la guerra de independencia, empezó a aliviarse hacia 1880; consecuentemente, empezó la etapa de la industrialización. - Se instalaron algunas fábricas textiles, de jabones, cerveza, vidrio y papel, entre otras.

En esa época, México era un país exportador de materias primas, principalmente minerales. Todas las grandes empresas - eran, la mayoría, de capital extranjero.

En 1864 se fundaron los primeros bancos, pero no fue hasta - fines del siglo cuando prestaron un servicio más o menos regular. Su función era la de otorgar crédito al comercio, auxiliado esporádicamente a los industriales. El crédito público tampoco era factor de capitalización, debido a la vigencia de los principios liberales en materia de política económica, - que impedían el uso del crédito gubernamental para fines de inversión.

Como consecuencia de lo anterior, el ahorro era insuficiente - para impulsar la economía y aquellos que tenían recursos, -

básicamente los terratenientes, preferían especular, atesorar o invertir en bienes inmuebles y otras actividades similares.

En 1880, se empezaron a efectuar las operaciones con valores en las oficinas de la Compañía Mexicana de Gas, donde se reunían mexicanos y extranjeros para comerciar con títulos mineros. El grupo fue cada vez mayor, pues la gente era atraída por los altos rendimientos de las acciones mineras. Después, se hizo famosa la trastienda del comercio de la viuda de Genin.

Buscando la regularización de las operaciones, un grupo especializado en el comercio con valores decidió organizarse y fundó, el 21 de Octubre de 1894, la Bolsa de Valores de México en la calle de plateros No. 9, hoy avenida Francisco I. Madero.

Su principal misión era establecer los contactos entre compradores y vendedores. Su existencia fue efímera debido a diversas causas, entre las cuales se contó la poca cantidad de títulos que se comerciaban. En 1897, sólo se cotizaban tres emisiones públicas y ocho privadas, entre las que destacaban las acciones del Banco Nacional de México, del de Londres y México, del Internacional Hipotecario, las de la Cervecería Moctezuma, las de la Compañía de Fábricas San Rafael y las de

la Compañía Industrial de Orizaba.

El 4 de Enero de 1907, la sociedad renació como Bolsa Privada de México, y se estableció en las oficinas de la Compañía de Seguros la Mexicana, situada entonces en el callejón de la Olla de la Ciudad de México. En Agosto del mismo año se transformó en cooperativa limitada.

En Junio de 1910, cambió su nombre por el de Bolsa de Valores de México, S.C.L., y sus oficinas se trasladaron a lo que actualmente es el número 33 de Isabel la Católica.

Durante el movimiento revolucionario continuaron las transacciones de valores mineros, y con las explotaciones de los yacimientos petroleros el interés aumentó, pues surgieron innumerables compañías explotadoras dándose casos de fraudes cuantiosos, lo que repercutió en perjuicio del mercado.

Dada la gran demanda y oferta de acciones, se creó otra Bolsa de México, centro de corredores e inversionistas, localizada en las calles de Palma, pero por causas internas se disolvió.

En 1933, la Bolsa de Valores de México, S.C.L. cambio su nombre al de Bolsa de Valores de México, S.A. de C.V. y comenzó a funcionar como una organización auxiliar de crédito.

En 1975 fue promulgada la Ley del Mercado de Valores, y con ello se proporcionó un marco legal y jurídico idóneo para propiciar y consolidar el desarrollo y la institucionalización del mercado de valores de nuestro país.

La misma Ley dio pauta a la elaboración del Reglamento Interior de la Bolsa, el cual entró en vigor en Octubre de 1982. Hasta el año de 1975, existían tres Bolsas de Valores en territorio mexicano: La Bolsa de Valores de Occidente, la Bolsa de Valores de Monterrey y la Bolsa de Valores de México.

Con objeto de dotar de una estructura administrativa y operativa idónea al mercado de valores y por ende al país, se acordó entre los socios de las Bolsas el cierre de las primeras y el apoyo de la última para operar a nivel nacional, cambiándose su denominación social por la de Bolsa Mexicana de Valores, eliminándole la función legal de organización auxiliar de crédito, para depender en su regulación y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores. ^{1/}

1.1.1 Situación Actual

A la fecha, la Bolsa es una institución privada, organizada -

^{1/} Hernández Bazaldúa Reynaldo. Mercado Sánchez L.E. El Mercado de Valores; Cía. Editorial 1984. pág. 11-13.

como Sociedad Anónima de Capital Variable, en la actualidad - es la única autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para operar a nivel nacional.

Al tanto de las situaciones que se presentan en el país, la Bolsa Mexicana de Valores ha orientado sus esfuerzos hacia el reforzamiento de sus estructuras y a la creación de nuevos - productos financieros-bursátiles, para satisfacer las múlti - ples demandas de un Mercado de Valores creciente.

La Bolsa no debe contemplarse aisladamente como una alternativa exclusiva para formar capitales de riesgo o sea acciones, - que es uno de sus principales objetivos; la Bolsa es un meca - nismo que posibilita e impulsa un desarrollo más equilibrado - de la economía, al participar en la creación de otros instru - mentos fundamentales en nuestro sistema financiero, constitu - yendo un elemento significativo en el contexto económico - nacional.

Por lo tanto, el Mercado de Valores mexicano es en donde se - ponen en contacto oferentes y demandantes de recursos moneta - rios. Dentro de éste, se distinguen dos grandes sectores: el Mercado de Dinero y el Mercado de Capitales.

El Mercado de Dinero es la actividad crediticia a corto plazo

donde los concurrentes depositan fondos por un corto período, en espera de ser realizados y en donde se demandan fondos para el mantenimiento equilibrado de los flujos de recursos.

Los medios de pago a corto plazo, pueden ser:

- Papeles Comerciales (como pagares y letras de cambio)- préstamos bancarios así como descuentos, préstamos directos, etc.
- Las operaciones con valores gubernamentales, como los certificados de la Tesorería de la Federación, Aceptaciones Bancarias, Pagarés Bancarios, etc.

Al Mercado de Capitales, lo conforman la oferta y demanda de recursos a medio y largo plazo, como préstamos bancarios a largo plazo (hipotecarios, refaccionarios, habilitación o avió), emisión de bonos financieros o hipotecarios, emisión de petrobonos y de bonos de indemnización bancaria.

Como puede observarse, la frontera entre los dos mercados es bastante tenue y el único criterio de diferenciación es el tiempo del crédito concedido u obtenido. El plazo es la principal distinción de estos mercados: el corto, para el Mercado de Dinero y el largo para el Mercado de Capitales. Ambos forman el Mercado de Valores.

La necesidad de contar con un mercado de valores organizado, - está en función directa al crecimiento de la actividad económica en un país determinado y a la importancia que tiene la - canalización de recursos ahorrados para el financiamiento a - las empresas eficientes y productivas. La mayoría de los - países altamente industrializados, se han apoyado decididamente, como vía de desarrollo, en las Bolsas de Valores.

Esto nos lleva a destacar la importante función que debe - cumplir un Mercado de Valores, a través de sus dos niveles - existentes:

1º El Mercado Primario, el cual lo constituyen el intermedio del flujo de recursos entre la empresa y el - público inversionista.

Este mercado está constituido por las Casas de Bolsa y las propias empresas, cuando actúan como compradores - de los valores emitidos.

2º El Mercado Secundario, cuya función es otorgar liquidez a través de la compraventa constante de los valores - que emiten las empresas, para allegarse de recursos - que financien su actividad.

Está integrado, esencialmente, por los inversionistas,

personas físicas o morales, que intervienen en la --
transacción de valores.

Este segundo mercado propicia la demanda y la oferta, -
la mejor valoración de los activos financieros y de -
las expectativas, dentro del riesgo que supone toda -
inversión.

Los dos mercados, Primario y Secundario, se encuentran
intimamente relacionados, ya que si el Mercado Secunda
rio atravieza un momento de auge, es muy probable que
las nuevas emisiones del Mercado Primario, tendrán una
acogida positiva. 2/

1.1.2 Funciones de la Bolsa

Entre los servicios que la Bolsa Mexicana de Valores presta, -
para el mejor desempeño del intercambio de valores, se -
cuenta:

- Establecer locales, instalaciones y mecanismos adecua-
dos para que los Agentes y Casas de Bolsa efectuen sus
operaciones.
- Supervisión y vigilancia de las operaciones que reali-
zan los socios, con objeto de que se lleven a efecto -

2/ Idem; pág. 13-15

dentro de los lineamientos legales establecidos.

- Vigilancia de la conducta profesional de los Agentes y Operadores de piso, para que se rijan conforme a los más altos principios de ética.
- Cuidado de que los valores inscritos en sus registros satisfagan los requisitos legales correspondientes para ofrecer las máximas seguridades a los inversionistas.
- Difusión de las cotizaciones de los valores, precios y condiciones de las operaciones que se ejecuten en su seno.
- Divulgación de las características de los valores inscritos en sus pizarras, y las características de las empresas emisoras.
- Procurar el desarrollo del mercado a través de nuevos instrumentos o mercados.
- Realizar aquellas actividades análogas y complementarias en beneficio del mercado de valores.

1.1.3 Organización

La Asamblea General de Accionistas es la autoridad máxima

de la Bolsa Mexicana de Valores, S.A. de C.V. Esta asamblea elige cada año al Consejo de Administración de entre los socios de la institución.

Los accionistas de la Sociedad son los Agentes y las Casas de Bolsa, y son los únicos, por ellos mismos o a través de representantes debidamente autorizados, que pueden realizar operaciones en el local de la institución.

Puede decirse que la Organización Administrativa de la Bolsa Mexicana de Valores obedece a las necesidades que de sus funciones se derivan.

La autoridad ejecutiva más alta de la Bolsa es el Director General, quien es responsable ante el Consejo de Administración del óptimo desarrollo de la institución.

Actualmente, la Bolsa dispone de los más avanzados sistemas de computación, producto del mismo crecimiento del mercado. Es así como en 1976 la Bolsa comenzó a crear su infraestructura tecnológica a fin de capturar, procesar y difundir con exactitud y en un tiempo mínimo, toda la información derivada de las operaciones. ^{3/}

^{3/} Idem: p. 15-17

1.2 ORGANISMOS DE REGULACION, VIGILANCIA Y FOMENTO

Uno de los elementos que han propiciado el acelerado desarrollo del mercado de valores mexicano de 1985 a la fecha, ha sido la seguridad con que en él se manejan las transacciones y los recursos del público inversionista.

Esta seguridad se fundamenta no sólo en un amplio marco legal, sino en la existencia y la intervención en el mercado de dependencias oficiales que han tomado a su cargo la promoción y estímulo, así como la regulación y vigilancia del desarrollo a largo y corto plazo del mercado de valores mexicano; estas dependencias son:

1.2.1 Secretaría de Hacienda y Crédito Público

En la estructura interna de la propia Secretaría, corresponde a dos Direcciones Generales adscritas a la Subsecretaría del ramo, la instrumentación y el conocimiento directo, en el terreno administrativo, de los asuntos que rigen en lo esencial el funcionamiento de las instituciones que integran nuestro sistema financiero. A la Dirección General de Seguros y Valores, corresponde proponer las políticas de orientación, regulación, control y vigilancia, de seguros y valores; ejercer las facultades que las leyes y reglamentos aplicables

a tales materias atribuyan a la Secretaría de Hacienda; resolver los asuntos relacionados con la aplicación de las mismas; - vigilar y evaluar la aplicación de las políticas a que se - hizo referencia; y representar a la Secretaría de Hacienda, - en sus relaciones con la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y con la Comisión Nacional de Valores.

De las actividades relacionadas con el mercado de valores que se señalan dentro del reglamento de la Secretaría de Hacienda están las siguientes:

Otorgar y revocar concesiones para el ejercicio de la banca y crédito; para la constitución y operación de instituciones - de seguros y fianzas, sociedades de inversión y bolsas de valores; así como las autorizaciones y concesiones relativas a la constitución de grupos financieros y bancos múltiples.

Designar al presidente de la Comisión Nacional de Valores.

La Ley del Mercado de Valores le ha conferido a la Secretaría de Hacienda con respecto a las Bolsas de Valores las siguientes facultades:

- Autorizar la realización de operaciones distintas a -
- las que la Ley señala expresamente a las Bolsas de -

Valores, por considerarias análogas o conexas a las -- que le son propias.

- Otorgar discrecionalmente, concesión para la operación de Bolsas de Valores.
 - Aprobar el Acta Constitutiva y estatutos así como modificaciones a ambos; con dicha aprobación se podrán inscribir en el Registro Público de Comercio, sin necesidad de mandamiento judicial.
 - Señalar las operaciones que sin ser concertadas en bolsa, deban considerarse como realizadas por los socios de la misma, en excepción a la prohibición general de que éstos no operen fuera de bolsa, valores inscritos en ella.
 - Revocar la concesión a las Bolsas de Valores, en caso de que existan irregularidades que hayan dado lugar a la intervención administrativa de la Comisión Nacional de Valores y que no se hayan subsanado; y de liquidación o disolución de las Bolsas de Valores.
- Lo anterior, previa audiencia de parte y oyendo a la Comisión Nacional de Valores.
- Aprobar el arancel de las Bolsas de Valores, oyendo a la Comisión Nacional de Valores.

Por otra parte, la Ley del Mercado de Valores le ha -
conferido a la Secretaría de Hacienda con respecto a -
los Agentes y Casas de Bolsa las siguientes facultades:

- Autorizar a personas distintas a las sujetas de la Ley; las expresiones "Agentes de Valores", "Casas de Bolsa" "Bolsa de Valores" u otras semejantes, siempre que no realicen operaciones de intermediación en el Mercado - de Valores.
- Señalar las actividades que se consideren como incom-- patibles con la de intermediario de valores persona- física, y cuya realización impedirá el otorgamiento de inscripción en el Registro Nacional de Valores e inter- mediarios.
- Autorizar, mediante disposiciones de carácter general, actividades análogas o complementarias a las que expre samente señala la Ley para los agentes de valores - personas morales.
- Señalar, mediante disposiciones de carácter general, - los títulos de crédito con los que podrán operar los - agentes de valores en cuyo capital participe una insti- tución de crédito.
- Conocer y resolver las inconformidades que los sujetos

de la Ley tengan en contra de los procedimientos de -
inspección y vigilancia, intervención, suspensión y -
cancelación de autorizaciones y registros, que haya -
entablado la Comisión Nacional de Valores.

Así mismo, se establece que las inconformidades en -
contra de resoluciones que dicte la propia Secretaría,
podrán ser presentados ante la misma.

- Sancionar administrativamente a quienes cometan infrac-
ción a la Ley y a las disposiciones emanadas de ella -
previa audiencia; aquí, se contempla la aplicación de
multas hasta por un millón de pesos.

Dentro de las facultades que confiere la Ley del Merca-
do de Valores a la Secretaría de Hacienda y Crédito -
Público en relación a la Comisión Nacional de Valores,
se encuentran entre otras las siguientes:

Designar tres representantes de la Junta de Gobierno -
de la Comisión Nacional de Valores, uno de los cuales-
será el Presidente de la misma, y nombrar a otros tres
entre personas con conocimientos en la materia.

- Aprobar los presupuestos de ingresos y egresos de la -
Comisión Nacional de Valores.

- Aprobar la propuesta de la Comisión Nacional de Valores para designar auditor externo de la misma.
- Establecer las tarifas que contengan las cuotas con cargo a las cuales se cubran los gastos de la Comisión Nacional de Valores relativos a inspección y vigilancia de agentes y bolsas de valores, así como de los emisores inscritos en el Registro Nacional de Valores e intermediarios, mediante reglas de carácter general que dicte la propia Secretaría oyendo a la Comisión Nacional de Valores y tomando en cuenta el capital social y reservas de capital, el volúmen de operaciones y en su caso, el monto de las emisiones.

Dentro de las facultades que le confiere la Ley del Mercado de Valores a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público en relación al Instituto para el Depósito de Valores (INDEVAL), se encuentran entre otras las siguientes:

- Señalar qué títulos además de los expresamente señalados por la Ley del Mercado de Valores y otros, podrá recibir en depósito el INDEVAL y ser depositario de los mismos.

- Designar a un representante suyo en el Consejo Directivo, para formular invitación a personas de reconocida experiencia en materia bursátil, financiera, industrial o comercial, que no sean funcionarios o empleados de las dependencias o entidades y representadas, o de los que puedan ser depositantes del mismo.
- Proponer al Consejo Directivo una terna de donde se eligirá al Director General del INDEVAL
- Aprobar los cargos por servicio que preste el INDEVAL.
- Designar al auditor externo del instituto. ^{4/}

1.2.2 Banco de México

De acuerdo con su propia Ley Orgánica y en su carácter de Banco Central, y de las disposiciones que tipifica la Ley del Mercado de Valores, señalando las facultades de este organismo en relación al mercado de valores, se encuentran entre las más importantes las siguientes:

- Comprar y vender Certificados de Tesorería, Obligaciones o Bonos del Gobierno Federal, o Títulos o Valores necesarios a su objeto y efectuar reportes con los

^{4/} Idem: p. 27-31

mismos.

La Comisión de Cambios y Valores será una comisión asesora y ejecutiva a la que le competirán las operaciones de cambio exterior y las de intervención en el Mercado de Valores. Está integrada por tres miembros que designará la Junta de Gobierno. Y la cual aprobará sus resoluciones por mayoría de votos.

La Comisión propondrá los tipos de cambio para operaciones internacionales y sus márgenes de operación; decidirá las normas que han de regir las operaciones de compra y venta de oro y plata, y determinará la proporción de divisas que con relación al oro deberá haber en la reserva.

Así mismo, determinará las intervenciones que haya de hacer el Banco en el Mercado de Valores por compra y venta, fijando la clase de valores, la cuantía de las operaciones, los precios y los márgenes de las operaciones.

Respecto a la Ley del Mercado de Valores ésta señala algunos artículos en los cuales se indica la participación del Banco de México en la actividad del mercado; una de las más importantes es:

- Los Agentes de Valores que tengan el carácter de sociedades anónimas solo podrán realizar las actividades siguientes:
- Recibir préstamos o créditos de instituciones de crédito o de organismos oficiales de apoyo al mercado de valores, para la realización de las actividades que les sean propias.
- Conceder préstamos o créditos para la adquisición de valores con garantía de éstos. 5/

1.2.3 Comisión Nacional de Valores

A este organismo se le puede definir en base a la Ley del Mercado de Valores y a sus propias disposiciones reglamentarias, como el regulador y promotor del mercado de valores.

FUNCIONES

La propia legislación indica que las funciones de la Comisión Nacional de Valores consisten también en:

- La inspección y vigilancia del funcionamiento de los -

5/ Idem: p. 31-33

agentes y bolsas de valores.

- Inspeccionar y vigilar a los emisores de valores inscritos en el registro nacional de valores e intermediarios, sólo respecto a las obligaciones que impone la Ley del Mercado de Valores.
- Dictar medidas de carácter general a los agentes y bolsas de valores para que ajusten sus operaciones a la presente Ley y a sus disposiciones reglamentarias, así como a sanos usos o prácticas del mercado.
- Dictar disposiciones generales para la canalización obligatoria por bolsa, de las operaciones con títulos inscritos en éstas que efectúen agentes de valores, cuando los términos de las operaciones realizadas en bolsa no sean eficientemente representativos de la situación del mercado. Estas disposiciones podrán referirse a determinados valores o tipos de valores, o bien a proporciones de las operaciones de los agentes de valores.
- Ordenar la suspensión de las cotizaciones de valores cuando en su mercado existan condiciones desordenadas o se efectúen operaciones no conformes con los sanos usos y prácticas bursátiles.

- Intervenir administrativamente a los agentes y bolsas de valores con objeto de suspender, normalizar o resolver operaciones que pongan en peligro su solvencia, estabilidad o liquidez, o aquellas violatorias de la Ley del Mercado de Valores y sus disposiciones reglamentarias.
- Ordenar la suspensión de operaciones e intervenir administrativamente a las personas o empresas que sin la autorización correspondiente realicen operaciones de intermediación en el mercado de valores o efectúen operaciones de oferta pública respecto de valores no inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.
- Inspeccionar y vigilar el funcionamiento del Instituto para el Depósito de Valores, así como autorizar y vigilar sistemas de compensación, de información centralizada y otros mecanismos tendientes a facilitar el trámite de operaciones o a perfeccionar el mercado.
- Dictar las disposiciones generales a las que deberán ajustarse los agentes, personas morales y las bolsas de valores en la aplicación de su capital pagado y reservas de capital.

- Formar la estadística nacional de valores; hacer publicaciones sobre el mercado de valores; ser órgano de consulta del Gobierno Federal y de los organismos descentralizados en materia de valores; certificar inscripciones que obren en el Registro Nacional de Valores e intermediarios; dictar las normas de registro de operaciones a las que deberán ajustarse los agentes y bolsas de valores; determinar los días en que agentes y bolsas de valores pueden suspender sus operaciones, actuar a petición de las partes, como conciliador o árbitro en conflictos originados por operaciones con valores; proponer a la Secretaría de Hacienda la imposición de sanciones por infracciones a la presente Ley o a sus disposiciones reglamentarias.

Prohibición general; Los agentes de valores persona moral no podrán realizar ninguna operación con valores con quienes tengan participación en su capital social, ni con administradores, funcionarios y apoderados para celebrar operaciones con el público. Cuando en su capital participen instituciones de banca múltiple, no podrán realizar operación alguna en que actúe por cuenta propia cualquier institución de crédito.

ORGANIZACION

Para cumplir con su finalidad de regulación y promoción del -

mercado de valores, la Comisión Nacional de Valores tiene como organos cúpula de su organización, a la junta de gobierno, la presidencia de la CNV y el Comité Consultivo.

La junta de Gobierno está integrada por once vocales. La Secretaría de Hacienda y Crédito Público designará cuatro vocales, uno de los cuales será Presidente de la Comisión. La Secretaría de Comercio y Fomento Industrial, el Banco de México, la Comisión Nacional Bancaria y de Seguros y Nacional Financiera, S.A., designarán un vocal cada una. Además, la Secretaría de Hacienda y Crédito Público designará los tres vocales restantes, cuyos nombramientos deberán recaer en personas con conocimientos en materia bursátil, financiera o industrial.

De la presidencia de la Comisión Nacional de Valores, además de formar parte de la junta de gobierno sus funciones están definidas de acuerdo a la Ley del Mercado de Valores; en ella se marcan los aspectos administrativos, entre otros, determinar el nombramiento del personal directivo, ejecutar los acuerdos de la junta de gobierno, ante la cual deberá presentar los presupuestos y los informes sobre su ejercicio, la situación del mercado de valores y las labores desarrolladas, presentar a la Secretaría de Hacienda y Crédito Público para su aprobación los presupuestos de ingresos y gastos, una vez-

sancionados por la Junta de Gobierno, para realizar las -
actividades anteriores, cuenta con dos Vicepresidencias que -
acuerdan directamente con él, forman parte del Comité Directiv
vo, asisten a las sesiones de la Junta de Gobierno y del Comit
é de Asesores.

La Vicepresidencia de Planeación integrada por dos direccio -
nes: La de Administración y Finanzas y la de Estadística e -
Informática.

La Vicepresidencia de Regulación y Desarrollo comprende a la -
Dirección de Emisoras, la de intermediarios y la jurídica. 6/

1.2.4 Comité Consultivo de la Comisión Nacional de Valores

El objetivo principal de este nuevo organismo de consulta, es
el de contribuir a la formación de criterios y políticas de -
aplicación general en materia de Mercado de Valores y lograr -
una mejor promoción y reglamentación de las necesidades del -
mismo.

Los miembros del Comité Consultivo son: el Subsecretario de -

6/ Idem: p. 32-35

la Banca Nacional, los Presidentes de la CONCAMIN, de la Bolsa Mexicana de Valores, de la Asociación de las casas de bolsa, de la CONCANACO, de la Asociación Mexicana de Bancos y de la Asociación Mexicana de Instituciones de seguros.

SANCIONES

La Ley del Mercado de Valores faculta a la Comisión Nacional de Valores a imponer sanciones a los infractores de dicha legislación. La mencionada Ley se ocupa de fijar los montos y señala que a quienes infrinjan sus disposiciones la Ley o reglamentarias podrán ser sancionados con multa no mayor de un millón de pesos, según la gravedad de la infracción, en caso de personas morales estas multas podrán ser impuestas tanto a las propias empresas como a sus administradores, funcionarios, empleados y apoderados, cuando sean responsables de la infracción.

Tratándose de agentes y bolsas de valores, las infracciones podrán ser sancionadas también con la suspensión o cancelación de la autorización o concesión.

Así mismo, serán sancionadas con prisión de uno a diez años y multas hasta de un millón de pesos, las personas que sin ser agentes de valores realicen oferta pública de los títulos o

documentos que se emitan en serie o en masa, cuando no esten inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios.

INFORMACION PRIVILEGIADA

Existe un factor importante en el Mercado de Valores para tomar decisiones; este factor se conoce como "información privilegiada" y por el efecto que puede causar o causa en la evolución de las cotizaciones ha tenido que ser reglamentada.

Se define como los datos anticipados sobre los acontecimientos económicos, jurídicos, contables, administrativos, tecnológicos, de licencias, de producción, etc., que afectan sustancialmente la marcha de las empresas cotizadas influyendo el precio de las acciones.

La Comisión ha emitido disposiciones para que los servidores públicos cuyas actividades se ralicen en el Mercado de Valores deberán informar a la comisión de las operaciones que realicen en el Mercado Bursátil, a estos señalamientos se sujetan los accionistas de las empresas inscritas en bolsa y que tengan más de un 10% de la sociedad emisora de la que se trate.

Es evidente, sin embargo, que la mayor aportación para que el -- mercado disminuya el uso de la información privilegiada la tienen que hacer los propios intermediarios bursátiles.

Las Casas de Bolsa, en lugar de admitir a inversionistas con este tipo de información deben rechazarlos, dando oportunidad al grueso de los inversionistas y una excelente reputación a el mercado. 7/

1.2.5 La Ley del Mercado de Valores

Esta Ley nace en el año de 1975, tratando de corregir una serie de debilidades de tipo jurídico y tiene el propósito de que en el Mercado de Valores existan mecanismos que permitan conocer con facilidad las características de los títulos objeto de comercio, así como poner en contacto en forma rápida y eficiente a oferentes y demandantes y dar a las operaciones liquidez, seguridad.

La propia Ley regula y vigila: las actividades de los intermediarios, las bolsas de valores, establece los requisitos a satisfacer por los emisores de títulos susceptibles de ser objeto de oferta pública y define las facultades y atribuciones de las autoridades.

Esta Ley da énfasis especial a la información a generarse a través de las actividades de los Agentes y bolsas de valores, así como de la propia Comisión Nacional de Valores. 8/

7/ Idem: p. 35-37

8/ Idem: p. 37

2.- ADMINISTRACION DE LAS INVERSIONES FINANCIERAS

2.1.- Concepto.

Partiendo del concepto de lo que en sí es la Administración en general, diremos que la administración de las inversiones consiste en la planeación, organización y control de las inversiones financieras permitiendo con ello el óptimo uso y obtención de estos recursos para maximizar los flujos de efectivo que se generen.

2.1.1.- Inversión.

La inversión tiene dos sentidos principales. El primero "en qué se invierte" (las inversiones); el segundo es "el acto de invertir" (la inversión). Se pueden invertir recursos de -- muchos tipos en una enorme variedad de cosas o actividades. Se puede invertir dinero en una empresa, planta y equipo, acciones, cetes, una tienda, alhajas, pinturas. Lo que tienen en común estos actos de inversión es la aportación de recursos a algo que tendrá un beneficio económico en un futuro dado.

Una definición de inversión que abarcaría todos los casos antes mencionados sería, entonces, "la aportación de recursos para obtener un beneficio futuro".^{1/}

^{1/} Heyman Timothy: Inversión contra Inflación: Edt. Milenio 1987; p. 21, y 22.

2.1.2.- Inversión Real.

La inversión real es la que se hace en bienes tangibles como - planta y equipo, inventarios, terrenos o bienes raíces. Podría mos decir, en el caso de una persona moral, que son las inver-- siones que se hacen para asegurar la operación normal de un ne- gocio. Asimismo, en el caso de una persona física, por lo regu lar la inversión más importante que se hace para asegurar la -- vivienda, es decir, una inversión real en bienes raíces.^{2/}

2.1.3.- Inversión Financiera.

Las inversiones financieras son los recursos que sobran des -- pues de la operación del negocio (en el caso de personas mora- les), o de la vida diaria (en el caso de personas físicas); es por ello que se llaman "excedentes". Cuando llega el momento de utilizarlos, estos recursos excedentes se convierten en in- versiones reales, o gastos, en su caso.

Una de las características principales de los excedentes es que sean liquidos, es decir, de fácil realización. Al no ser así, no podemos hacernos de ellos en el momento en que los necesita- mos, ya sea para el negocio o la vida diaria.

^{2/} Idem; p. 22.

Tomando en cuenta esta característica de liquidez, es posible ampliar nuestra definición de inversión a una definición de -- inversión financiera como "la aportación de recursos líquidos para obtener un beneficio futuro".^{3/}

2.2- Planeación.

La Planeación implica o constituye la base fundamental de la - Administración y consiste en determinar anticipadamente los objetivos que se pretenden alcanzar, los métodos que son necesarios para llevar a cabo los planes, la integración y coordinación de dichos métodos y la vigilancia sistemática de las operaciones. En el campo de las inversiones los objetivos de inversión son los parámetros de liquidez, rendimiento, plazo y - riesgo. A su vez, los métodos para lograr estos objetivos son las técnicas de análisis de inversiones, a las cuales nos referiremos posteriormente.

2.2.1.- Formulación de Objetivos.

A) Liquidez.

Dado que el presente trabajo tiene su enfoque, primordialmente hacia los activos financieros cuya característica principal es el corto plazo, debemos observar el grado de disponibilidad de éste, el cual, debe satisfacer totalmente nuestro objetivo al respecto. Es decir, que los recursos invertidos puedan ser retirables en cualquier momento.

4/ Idem; p. 23

Por lo tanto, nuestra inversión deberá estar dirigida hacia títulos, valores o bienes que nos permitan, mediante su conversión en dinero en efectivo, enfrentar contingencias o bien deudas contraídas de corto plazo, que es para lo que están contempladas, principalmente este tipo de operaciones.

Debemos, para ello, también observar como condición necesaria y, para determinar su grado de liquidez, la existencia de un mercado organizado para su compra-venta. Entendiendo como mercado organizado; un lugar físico en el que se realicen las operaciones de compra-venta, con intermediarios autorizados para realizarlas, mediante el seguimiento de reglas preestablecidas, por autoridades que vigilen el cumplimiento de éstas.^{4/}

B) Rendimiento.

Otro de los objetivos que se persiguen en el contexto de las inversiones es el beneficio o lo que se ha dado en llamar "rendimiento".

El rendimiento que se deriva de una inversión financiera se expresa como un porcentaje de lo invertido. Si bien, la inversión financiera es el ahorro, y el ahorro, a su vez, es el no-gasto, entonces se necesita un rendimiento que compense el no-

^{4/} Idem; p. 23

gasto. Para lo cual, y por lo regular, lo mínimo que se pide del rendimiento en una moneda es que rebase la tasa de inflación esperada del país.

En este contexto, por rendimiento normalmente se entiende el rendimiento compuesto durante los próximos doce meses que se puede esperar de un instrumento sin riesgo.^{5/}

C) Plazo

El concepto futuro implica alguna noción de plazo. Este concepto puede variar según el inversionista o según el entorno en que se desenvuelva.

La decisión del plazo de inversión, en nuestro caso, depende de nuestra necesidad, a lo cual diremos debe ser ésta de corto plazo dadas sus características.^{6/}

D) Riesgo.

Otra implicación de la palabra futuro es el concepto riesgo. -- Como el rendimiento que se espera obtener de una inversión es al futuro, siempre existe la posibilidad de que no se realice según lo esperado. Esta posibilidad se llama "riesgo". El ries-

^{5/} Idem; p. 26, 27 y 30

^{6/} Idem; p. 35.

go puede variar según la incertidumbre que exista respecto al rendimiento que se espera de una inversión.^{7/}

Una vez esbozados los cuatro parámetros de la inversión financiera, su definición y aplicaciones pasemos a describir ciertas variables que afectan de manera importante éste proceso y que nos permitirán realizar una análisis más profundo.

2.3.- Análisis de la Inversión.

2.3.1.- Pronóstico de la inflación.

Hay técnicas de pronóstico de la inflación a largo plazo el -- cual se basa en un pronóstico del comportamiento del ciclo económico. De mediano plazo, se basa, en un pronóstico de los -- factores que más afectan a la inflación; el gasto público, el circulante y los aumentos salariales. El de corto plazo cuya base es la comparación probabilística con las tasas de inflación promedio recientes.

El ciclo económico es, sencillamente, la representación gráfica de los aumentos y disminuciones porcentuales del PIB de un país. Se empezó a utilizar como herramienta de pronóstico en los E.U. en 1923, cuando se estableció el centro de investigaciones económicas del sector privado.

^{7/} Idem; p. 37

Se descubrió que la actividad económica, medida por el PIB tiende a subir y bajar según un patrón, normalmente entre 4 o 6 años. Otros indicadores también varían según el mismo patrón: Los indicadores de empleo, de producción, de circulante, de tasas de interés y de inflación; sin embargo, algunos se mueven antes, - otros al mismo tiempo y unos más después del indicador del PIB.

La duración de los ciclos económicos comprende aproximadamente a la ejecución y gestación de los grandes proyectos de inversión que sirven como motor del desarrollo económico de cualquier -- país.

La trayectoria del ciclo, a su vez, corresponde a épocas de sub y sobre capacidad de la planta productiva. Al principio del -- ciclo existe sobrecapacidad; hay desempleo, con bajas tasas de interés, los empresarios empiezan a invertir en sus propios negocios, ya que ven que los rendimientos de las inversiones reales, aún con mayor riesgo, pueden superar los rendimientos de - las inversiones financieras. Al hacerse estas inversiones au-- menta el desempleo, el consumo y la producción, hasta ocuparse la capacidad ociosa de producción.

Al saturarse esta capacidad empieza a haber más demanda que -- oferta de bienes y servicios, la tasa de inflación aumenta y, -

con ella, la tasa de interés. Al haber falta de capacidad, los empresarios empiezan a expandir su planta productiva. Hasta que no se comisione esta nueva planta, sigue la aspiral inflacionaria, con el alza de tasas correspondiente. Al disminuir su poder de compra con la inflación, disminuye la demanda del consumidor: así mismo, al aumentarse la tasa de interés, el empresario deja de invertir.

Con la baja de demanda, aumenta el desempleo, y la demanda disminuye aún más. Mientras tanto, los nuevos proyectos de inversión que se han planeado en el auge del boom se empiezan a comisionar, aumentando aún más la oferta sin que se aumente la demanda correspondiente. La tasa de inflación, empieza a ceder y con ella la tasa de interés, hasta que llega al nivel en que el ciclo vuelve a empezar.

Dentro de esta secuencia se ha notado que las tasas de interés e inflación tienden a seguir los indicadores del PIB y de producción industrial; es decir que el pico del ciclo inflacionario se da después del pico del ciclo del PIB. Por lo tanto, al darse ciertos indicadores de previsión o coincidentes, sea de producción o de empleo, se ha llegado a pronósticar con cierta precisión la tendencia (pero menos frecuentemente el nivel absoluto) de la tasa de inflación y, por lo tanto, de las tasas de interés.

Ha sido posible apreciar que la conveniencia de la categoría - de inversión financiera, entre renta fija, renta variable e in versiones de protección, depende de la tasa de inflación (y de interés) y por lo tanto de la etapa del ciclo.

En el punto más bajo del ciclo generalmente conviene la compra de inversiones de renta variable (acciones). Existe la posibi lidad de estabilidad en la tasa inflacionaria (y por lo tanto en las tasas de interés), hasta que se llene la capacidad ociosa de la planta productiva. Mientras tanto, al llenarse esta capacidad, la producción -y la productividad- de las empresas aumenta y, por lo tanto sus utilidades.

Al aumentarse la tasa de inflación -y la tasa de interés- todavía existe la posibilidad de que los aumentos de productividad y de producción contrarresten los aumentos en las tasas de interés y que por lo tanto la inversión en acciones aún sea rentable. Sin embargo, llega un momento en que los aumentos inflacionarios no se ven compensados en esta forma. Es en este momento cuando empieza a haber preocupación por la estabilidad -de la moneda, y los inversionistas buscan protección en otras monedas (divisas), o en metales (oro y plata).

Cuando la tasa de inflación y las tasas de interés llegan a su pico, convienen las inversiones de renta fija (suponiendo que

haya tasas de interés positivas) ya que el inversionista querrá asegurar una tasa de interés alta frente a la baja probable de la misma tasa. Finalmente, la tasa de interés está por llegar a su nivel más bajo, las acciones otra vez son atractivas, y el patrón de conveniencia de las distintas categorías de inversión al igual que el ciclo económico, se vuelve a repetir.

El ciclo y por la influencia tan importante del gobierno en la economía de México, tiende a coincidir con el ciclo sexenal presidencial. Por lo que la conveniencia de escoger entre las distintas categorías de inversión, según las etapas del ciclo, también corresponden aproximadamente con este modelo.^{8/}

2.3.2.- Inflación y Gasto Público.

Si la herramienta del ciclo económico nos ayuda a predecir la - tendencia a largo plazo de la tasa inflacionaria, hay ciertos - indicadores más inmediatos que nos señalan su comportamiento -- durante un plazo menor, es decir a nivel anual, o a mediano plazo.

Hay tres indicadores claves para el pronóstico de la inflación a mediano plazo. El déficit en las finanzas públicas, medido - como porcentaje del PIB; el aumento en el circulante, y el au-
mento en el salario mínimo.

^{8/} Idem; p. 44-49.

El mecanismo del déficit público y la inflación funciona dentro del esquema general del ciclo económico antes descrito de la -- siguiente manera.

Normalmente durante el segundo año del sexenio el gobierno em-- pieza a gastar según los programas del gasto declarados al prin-- cipio del sexenio. Conforme aumenta la inflaición, se incremen-- ta el gasto durante los años de auge del sexenio (del tercero - al quinto año). Este aumento del gasto proviene, por un lado, del aumento de precios de los bienes y servicios, y por el otro, del aumento en las tasas de interés que el gobierno tiene que - pagar sobre fondos prestados. Pero este aumento no viene acom-- pañado por un aumento correspondiente en los ingresos del go -- bierno.

Por lo tanto, crece la diferencia entre ingresos y gastos, o sea el déficit público.

Al crecer el déficit, el gobierno tiene que acudir aún más a - los mercados de crédito, empujando a niveles todavía más altos a las tasas de interés, y con ello a la propia inflación. Al agotarse las fuentes de crédito locales, finalmente el gobierno emite más circulante para financiarse. Con la emisión de circulante, la tasa de inflación crece más todavía.

Al llegar el déficit y la inflación a un punto crítico, el gobierno decide recortar el gasto. Esto tiene un efecto en el empleo, la inversión y, finalmente, en la demanda de bienes y servicios. Al bajar la demanda, baja la tasa inflacionaria y bajan los costos reales de bienes y servicios, y las tasas de interés para el gobierno, hasta que el ciclo llegue otra vez a su punto de partida, la entrada de una nueva administración.^{9/}

2.3.3.- Factor Externo.

Mientras que el patrón antes descrito se ha visto durante los últimos tres sexenios, no fue sino hasta el sexenio 1976-1982 -- cuando factores externos empezaron a desempeñar un papel importante en el problema del déficit público. Estos factores fueron el petróleo y las tasas de interés internacionales.

El problema fue que, con base en el enorme flujo de ingresos petroleros y las expectativas de aun más en el futuro, México se embarcó en un programa no sólo de inversión petrolera sino de gastos corrientes y subsidios en otras áreas. Este programa, a su vez, fue tan ambicioso que se tuvo que financiar no únicamente con los ingresos petroleros sino también con préstamos denominados en moneda extranjera.

De ser relativamente independientes y autosuficientes en su historia postrevolucionaria, las finanzas públicas, y con ella la economía mexicana, se había vuelto excesivamente dependiente de

^{9/} Idem; p. 51-53.

dos factores externos y, por lo tanto, fuera de su control: el precio (y la demanda) del petróleo y las tasas de interés internacionales.

Mientras tanto, con sus ingresos petroleros severamente mermados pero sus programas de inversión y gasto ya encarrilados, el gobierno intentó, por un lado, recortar sus gastos y, por el otro, llenar el vacío dejado por la merma de ingresos petroleros con aún más préstamos externos.

En 1982 el problema se agudizó, después de una devaluación de casi 100% en febrero, el costo del servicio de la deuda se incrementó al doble -sin que los ingresos gubernamentales se incrementaran en la misma medida- y la confianza de los ahorradores en México se perdió de tal modo que los mercados de capitales en México fueran insuficientes para financiar el déficit.

Por último, por la misma baja del precio del petróleo, el monto de crédito disponible en los mercados internacionales de capitales (que habían crecido a base de "petrodólares"), también disminuyó. Finalmente sobrevinieron las numerosas devaluaciones y la congelación de mexdólares en el mes de agosto, y la pérdida de confianza de los ahorradores ocasionada por la nacionalización de la banca a principios de septiembre.

El único recurso que quedó al gobierno fue la emisión de circulante.

En 1986, el factor externo también tuvo un efecto decisivo en el comportamiento del déficit, la inflación y la economía en general. Este factor fue, otra vez, el petróleo. Al bajar el precio promedio de exportación (entre calidad istmo y maya) de 24 a 12 dólares por barril y el volúmen de exportación de 1.45 a 1.3 millones diarios, se estima que el gobierno perdió ingresos de 8 mil millones de dólares. Por lo que hubo necesidad de acudir a los mercados de crédito nacionales, ejerciendo mayor presión sobre las tasas de interés. A su vez, para retener capitales en México, el gobierno se vio obligado a aumentar el ritmo del desliz del peso controlado. Tanto el aumento en las tasas, como el del desliz, contribuyeron a un incremento sensible en la tasa de inflación. Al aumentar la inflación aumentó aún más el déficit (y, con el las tasas de interés y el desliz cambiario), encadenándose un "círculo vicioso" que el gobierno intentará romper con su política económica para los años siguientes. 10/

2.3.4.- Inflación, Circulante y Salarios.

Con lo anterior se comprenderá que la actividad del gobierno puede tener, y tiene, un efecto importante en el proceso inflacionario. Señalamos que un indicador de suma importancia en este contexto es el porcentaje que representa el déficit público del PIB.

10/ Idem; p. 53-58.

El único problema con este indicador es que sólo se publica una vez al año.

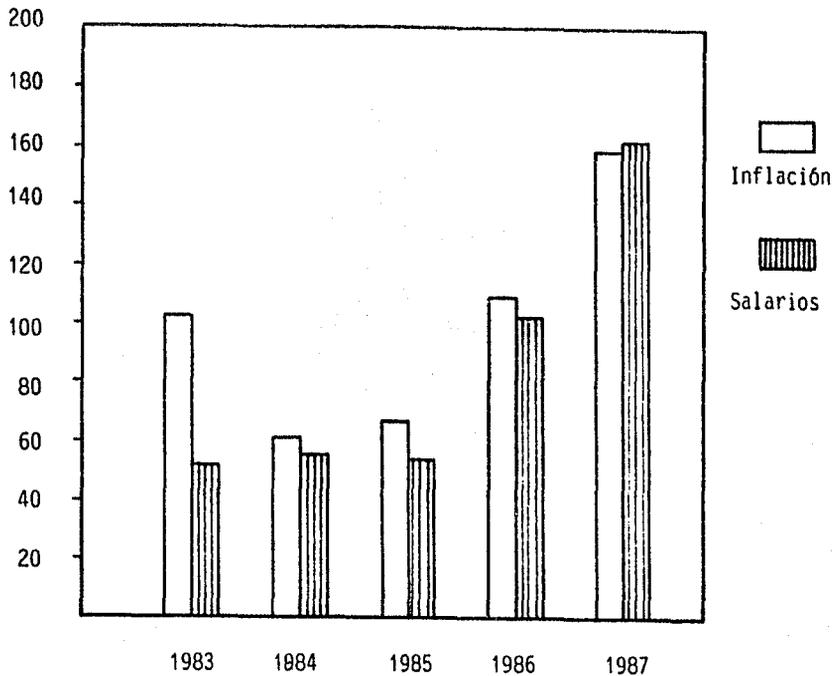
Por este motivo es necesario buscar otro indicador, de mayor periodicidad, que nos dé información de la actividad gubernamental en el contexto de la inflación. En el ciclo de gasto gubernamental descrito en la sección anterior vimos que un aumento (o disminución) del circulante representa una buena forma de medir la mala (o buena, en su caso) administración financiera del gobierno. Un indicador del circulante sale mensualmente en los indicadores del Banco de México, y ha resultado útil para pronosticar la inflación.

Normalmente si la tasa de aumento del circulante es menor que la tasa de inflación para el mismo mes (contra el mes correspondiente del año anterior), existe la posibilidad de una baja posterior a la tasa de inflación y viceversa.

Otro indicador que ha resultado útil para pronosticar la inflación es el porcentaje del aumento del salario mínimo. Este aumento por lo regular se negocia en el contexto de la inflación del período inmediatamente anterior y las expectativas de la inflación para el futuro previsible. (Ejem. Cuadro 2.3.4.)

La conclusión importante aquí es que en épocas de alta inflación la tasa de inflación en un año difícilmente se encontrará abajo

Cuadro 2.3.4. Inflación y salarios México 1983-1987.



En diciembre de 1987 como parte del Pacto de Solidaridad Económica se otorgó un aumento de "emergencia" del 15%, elevando el aumento acumulado a un nivel de 160%, contra una inflación de -- 159.2%.

Para 1988 la inflación pasa de 15.5% mensual en enero a 1.9% en mayo y en diciembre puede llegar a una tasa anual de entre 40 y 45%, frente a la de 159.2% registrada al concluir 1987.

Fuente: Banco de México y revista mensual "examen de la situación económica de México", ed. Banamex No. 751, junio 1988.

del aumento salarial del mismo año. Sólo con una baja inflación puede suceder lo contrario.^{11/}

2.3.5.- Política Gubernamental.

AL reflexionar acerca de los factores principales que afectan a la inflación nos percatamos de que cada uno de estos tres factores dependen, en mayor o menor grado, de la política económica y financiera del gobierno.

El gasto público depende del presupuesto anual del gobierno y - de su capacidad de reaccionar ante fenómenos y procesos tanto - internos como externos para adecuar este presupuesto de gasto a sus ingresos. Un fenómeno interno que se dió en el segundo semestre de 1984 y el primero de 1985 fue una reactivación mayor de lo esperado de la economía, la cual trajo consigo una mayor demanda de crédito y mayores tasas de interés de lo previsto, - con el resultado de mayor costo para el gobierno para el servicio de la deuda interna, y mayor gasto público.

A la vez, un fenómeno externo que afectó las finanzas públicas durante el primer semestre fue la baja del precio y los volúmenes de exportación del petróleo.

Otros factores que podrían volverse importantes en fechas futuras son:

^{11/} Idem; p. 58-61

- 1) Las tasas de interés internacionales, las cuales determinan el costo de servicio de la deuda externa, tanto pública (afectando el déficit gubernamental) como privada (afectando a la balanza de pagos), y
- 2) El comportamiento de la economía de E.U. Al bajarse el nivel de exportaciones petroleras, un factor alentador en el comportamiento de la economía en 1986 fue el aumento de exportaciones no petroleras, y de ingresos por turismo y por maquiladoras. Todos estos elementos dependen de la salud de la economía de E.U., que es el cliente principal de México en cada uno de estos renglones.

La emisión de circulante también depende de la política financiera del gobierno. Si se tiene como prioridad el combate a la inflación, se adopta una política monetaria restrictiva. Si se considera que el crecimiento económico (impulsado por el gasto público) es de mayor prioridad, se adopta una política monetaria expansiva.

Finalmente, el aumento de los salarios mínimos, del cual dependen los aumentos salariales del resto de la fuerza de trabajo, es producto de una negociación por parte del gobierno con el sector sindical. Por eso se habla, además de "política presupuestal" y "política monetaria", de una "política salarial".

En resumen, podríamos decir que la tasa de inflación depende de variables externas (principalmente del petróleo, las tasas de interés internacionales y la economía de E.U.), y variables internas (principalmente la política presupuestal, monetaria y salarial del gobierno). ^{12/}

2.3.6.- El Escenario.

A pesar de la comprensión de las causas fundamentales de la inflación, y la posibilidad de utilizar algunas técnicas para pronosticar, se tiene que admitir que la estimación de la inflación es una actividad sumamente imperfecta y expuesta a errores. Sin embargo, nuestras decisiones de inversión dependen de una estimación adecuada.

Es por este motivo que sentimos que la mejor manera de tomar en cuenta nuestra incertidumbre respecto a la trayectoria de la inflación futura es la de proporcionar escenarios de su posible comportamiento.

Estos escenarios dependen de supuestos respecto a las variables principales. De hecho el gobierno ya ha proporcionado un "escenario" que podemos usar como punto de partida.

El escenario oficial, lo esencial del escenario oficial es el cumplimiento de dos metas a través del P.S.E. cuyo objetivo fun

^{12/} Idem; p. 61-63.

damental es reducir en 1988 el ritmo de crecimiento de precios a la mitad de lo que fue en 1987. Así, al estimarse una inflación de alrededor del 150% en 1987, la meta para 1988 es la de alcanzar un 75%.

Para corregir el fenómeno inflacionario el PSE exige continuar y profundizar la corrección de las finanzas públicas seguida por la presente administración. Así se plantea reducir nuevamente el gasto gubernamental, eliminar subsidios y transferencias innecesarias, así como los gastos superfluos e incrementar los precios y tarifas públicas a fin de eliminar rezagos.

Para que la competencia externa ejerza una mayor disciplina -- sobre los precios internos, se reducen las barreras a la importación y se acelera la sustitución de permisos previos por aranceles.

El tipo de cambio, por su parte, se moverá de modo tal que pueda preservar la competitividad de la planta productiva al tiempo -- que sirva de apoyo a la disminución rápida de la inflación.

Para manejar la política salarial e incidir en la inercia inflacionaria, se dispone de un mecanismo de ajuste salarial mensual basado en los incrementos esperados del índice de precios de una canasta básica definida por los participantes del Pacto.

Finanzas Públicas.

1.- Medidas tributarias:

- A) Eliminación de Ceprofis (excepto los agropecuarios).
- B) Ajuste inicial de los Derechos y Aprovechamientos y Evolución, a partir de marzo, acorde a los ajustes - en precios y tarifas del sector público.
- C) Eliminación de la depreciación acelerada del 100%.
- D) Eliminación del impuesto adicional a la importación del 5%.
- E) Intensificación de la lucha contra la evasión fiscal.

2.- Gasto Público:

- A) Reducción del Gasto Público Programable del 22% del PIB en 1987 a 20.5% en 1988.
- B) Mayor control del Ejercicio Presupuestal.
- C) Avanzar en el programa de desincorporación de entidades
- D) Reducción o supresión de subsidios no justificados.
- E) Racionalización de las estructuras administrativas.

Con respecto a las previsiones originales, estas medidas augmentarán la recaudación del 1.4% del PIB y reducirán el gasto en 1.5% del producto, lo cual elevará el superávit primario del 5.4% al 8.3% del PIB. La disponibilidad de recursos permitirá reducir - la carga de la deuda interna y bajar la tasa de interés. Así --

conforme se reduzca la inflación, el déficit nominal irá en descenso esperándose que al término de 1988 el déficit financiero - sea de 10% del PIB.

Política Comercial y Cambiaria.

1.- Apertura comercial.

- A) Profundizar la sustitución de permisos por aranceles.
- B) Reducción de los aranceles estableciendo un nivel máximo del 20%.

2.- Tipo de cambio.

- A) Ajuste del tipo de cambio controlado de manera que sin convertirse en factor inflacionario preserve la competitividad de la planta productiva nacional.

Política Salarial.

- A) Incremento del 15% a los salarios mínimos extensivos a los contractuales para el periodo que va del 16 al 31 de diciembre de 1987.
- B) Incremento del 20% a los salrios mínimos a partir del 1º de enero de 1988.
- C) A partir de marzo aumento mensual de los salarios mínimos de acuerdo a la evolución previsible del índice de precios de una canasta básica.

Política Agrícola.

- A) Sostenimiento del nivel real de los precios de garantía alcanzado en 1987.
- B) Promoción de la capitalización del campo y de la mejora de las condiciones de vida de los campesinos.

Política Monetaria.

La política monetaria se enfocará a reducir la liquidez de la economía. Para ello se restringirá el crédito (90% de la cartera registrada en diciembre) y las tasas de interés se mantendrán elevadas, para que a partir de marzo, como consecuencia de la reducción de la deuda interna y la inflación, puedan irse reduciendo.

De este modo, la corrección fiscal y el abatimiento de la inercia inflacionaria permitirán bajar la inflación. El pacto supone que una vez reducida y controlada la demanda agregada -por vía de la reducción del gasto público, las restricciones crediticias y el congelamiento salarial de enero y febrero-, y con un importante sostenimiento del tipo de cambio, la apertura comercial, el programado y sincronizado aumento salarial mensual, precios de garantía, productos básicos y precios y tarifas públicas y la concertación social (que implica el ajuste en los precios libres tomando como referencia los aumentos salariales),

posibilitarán la desaceleración inflacionaria hasta alcanzar --
tasas mensuales del 1 ó 2%.

Se reconoce que durante la primera parte del año la actividad --
económica estará deprimida pero se espera que una vez que la in-
flación esté bajo control, en el segundo semestre se reanimará -
la producción de modo que se obtenga un crecimiento real del PIB*
del 2% en 1988.^{13/}

Hasta ahora hemos hecho mención de todos los aspectos, tanto eco-
nómicos como de política, a considerar para un adecuado análisis
de la inversión. Pasando a describir en particular cada uno de
los tres tipos de inversión existentes en el mercado.

2.4.- Inversiones de Renta Fija.

2.4.1.- Concepto.

Las inversiones de renta fija tienen dos características básicas
que las distinguen de otras categorías de inversión. Proporcionan
un rendimiento predeterminado a un plazo predeterminado.

Estas características se derivan del hecho de que una inversión
de renta fija es un préstamo que el inversionista hace al emisor
del instrumento. El inversionista presta un monto principal du-

^{13/} Revista: Facultad de Economía (UNAM); "Economía Informa",
Marzo 1988; p. 17-19.

^{*/} PIB es la suma de los valores monetarios de los bienes y servicios -
producidos por un país en un año. Fuente: El ABC de las Cuentas Na-
cionales. S.P.P. - INEGI, 1985. pág. 15

rante un plazo convenido, y requiere un rendimiento adecuado durante este plazo más, al final (o en forma parcial durante la vida del préstamo), la devolución del monto principal (o el valor nominal en su caso).

En inversiones de Renta Fija el rendimiento se determina según el nivel general de las tasas de interés en el sistema financiero. Por lo tanto, el pronóstico de este nivel se vuelve de suma importancia para tomar decisiones de inversión en este instrumento.

2.4.2.- Pronóstico de las tasas.

Una manera de pronosticar las tasas de interés se basa en las técnicas para pronosticar la inflación que detallamos en capítulos anteriores.

Otra técnica, que se deriva del mismo mercado de inversiones de renta fija, consiste en utilizar una herramienta que se llama curva de rendimiento.

Consiste ésta en representar graficamente los rendimientos que en un momento determinado dan los distintos instrumentos de renta fija a distintos plazos.

Nos indica, además, cuales son las expectativas del mercado, respecto a la tendencia de las tasas de interés.

Gráficamente se observa que las tasas de interés a corto plazo están abajo de las tasas a largo plazo. Esta tendencia ascendente nos indica que el mercado espera que las tasas de interés suban. (Ejem. Cuadro 2.4.2.A.)

¿Por qué? si piensan que las tasas de interés van a subir, los inversionistas prefieren invertir a corto plazo, de hacerlo a largo plazo se pierde la oportunidad de invertir a mayores -- tasas en una fecha posterior. Por lo tanto, hay poca demanda -- por parte del prestatario, porque él prefiere pedir prestado a largo plazo pensando también que las tasas van a subir. Si a corto plazo hay mucha oferta y poca demanda, el precio del dinero baja. Por otra parte, si a largo plazo hay mucha demanda y poca oferta, la tasa de interés sube.

Cuando la pendiente de la curva de rendimiento desciende ocurre el mismo fenómeno al revés. Como esperan una baja en las tasas, los inversionistas quieren invertir a largo plazo para asegurar una tasa de interés alta durante el mayor tiempo posible. A su vez, el prestatario, si piensa que las tasas de interés van a -- ser más baratas en el futuro, prefiere pedir prestado a corto -- plazo.

El resultado es una afluencia de oferta de dinero a largo plazo, pero poca demanda, lo que da por resultado tasas de interés -- bajas a largo plazo.

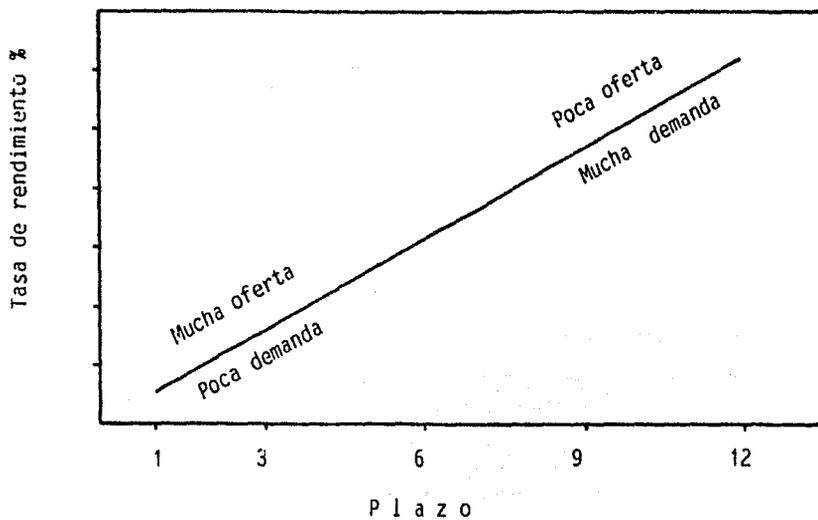
Mientras tanto, los inversionistas no quieren prestar a corto plazo, pero el prestatario lo prefiere. Esta condición de poca oferta y mucha demanda conduce a una situación de tasas de interés altas a corto plazo. (Ejem. Cuadro 2.4.2.B).

Como se sabe, las tasas de interés bancarias no se fijan por el juego de la oferta y la demanda en un mercado libre sino -- que las fijan las autoridades financieras. Por lo tanto, no se pueden tomar como una indicación de las expectativas del -- mercado de renta fija respecto al comportamiento futuro de las tasas de interés.

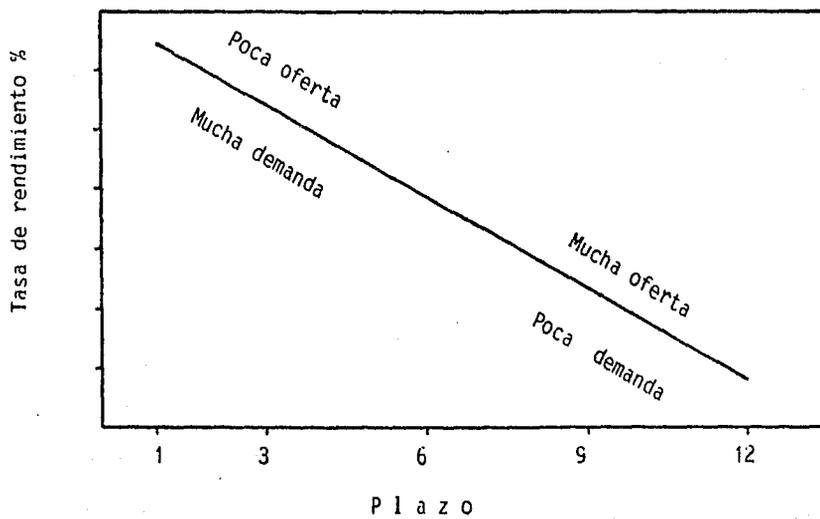
Sin embargo, la curva de rendimiento de los instrumentos bancarios sí nos señala algo: la esperanza (y posiblemente la expectativa de las autoridades) del comportamiento futuro de las tasas de interés. Según la curva, la expectativa es que las tasas van al alza (hasta seis meses) y luego a la baja.

Nuestra apreciación de lo acertado o no de la curva elegida por el gobierno dependerá de las posibilidades que asignemos a los distintos escenarios respecto a inflación y, por lo tanto, a las tasas de interés.

Cuadro 2.4.2.A.- Curva de rendimientos ascendente.



Cuadro 2.4.2.B.- Curva de rendimientos descendente.



2.4.3.- Características Básicas.

En México hay actualmente tres categorías de inversión de renta fija. Entre las inversiones bursátiles de corto plazo hay -- CETES, Aceptaciones Bancarias, Pagaré Empresarial, Papel Comercial Bursátil y Extrabursátil. Entre las inversiones bursátiles de largo plazo hay bonos de indemnización bancaria (BIB'S), bonos de renovación urbana (BORE'S), bonos bancarios de desarrollo y obligaciones corporativas. Entre las inversiones bancarias hay depositos retirables en días preestablecidos, CD'S y - pagarés.

La evaluación de estos instrumentos tiene mucho en común con el análisis de crédito que haría un banco, una empresa que da plazos para el pago a sus clientes, o una persona física que presta dinero a un pariente o amigo.

Por lo tanto, los aspectos principales de la inversión (préstamo) en los cuales se fija el inversionista (prestamista) son los siguientes:

1.- Emisor (prestatario)

Hay sólo dos clases de emisores en instrumentos de renta fija: el gobierno y las empresas privadas. EL gobierno -- pide prestado directamente o a través del sistema bancario.

Una empresa privada pide prestado por medio de obligaciones corporativas (largo plazo), papel comercial bursátil o extrabursátil (corto plazo) o pagarés empresariales.

2.- Garantía.

En los casos en que el gobierno es el emisor no hay garantía específica de la inversión. Cuando una empresa privada es el emisor, puede haber garantía (pagaré empresarial, obligaciones hipotecarias) o no (papel comercial, obligaciones quirografarias).

3.- Monto.

En el caso de préstamos al gobierno no hay límites para emisiones ni de CETES ni de depósitos bancarios. Las acepciones bancarias tienen límites relacionados con el monto del capital y reservas del banco emisor. En el caso de empresas privadas hay un límite para emisiones de papel comercial 3,000 millones y obligaciones 8,000 millones.

4.- Valor Nominal,

En el caso de instrumentos bursátiles, se subdivide el monto total de la emisión (el préstamo) en instrumentos de menor denominación, para facilitar su negociabilidad -

en bolsa. El valor nominal de los distintos instrumentos va de \$ 100 a \$ 100,000. Para instrumentos bancarios, - como no hay emisión específica, no hay valor nominal.

5.- Tasa de Rendimiento.

La tasa de rendimiento se puede expresar de dos maneras. En el Mercado de Dinero se expresa como una tasa de descuento de la cual se deriva una tasa de rendimiento para el período correspondiente. En los instrumentos bancarios e instrumentos bursátiles a largo plazo se expresa como una tasa de interés.

6.- Pagos.

Los pagos de los rendimientos se pueden hacer al vencimiento o periódicamente, ya sea mensual, trimestral, semestral o anualmente.

7.- Plazo.

El plazo de un instrumento (tiempo entre su emisión o compra y su vencimiento) puede variar de un día (Mercado de Dinero) a 20 años (obligaciones corporativas).

8.- Amortización.

La amortización de un instrumento se puede llevar a cabo al vencimiento del instrumento (Mercado de Dinero o depó

sitos bancarios) o en parcialidades, repartida entre varios periodos (BIB'S y Obligaciones Corporativas).^{14/}

Todo en cuanto a los aspectos generales se refiere, teniendo -- oportunidad de, en un capítulo subsecuente, tratar de manera explicativa e individual cada uno de los valores o instrumentos -- que conforman, por sus características, este tipo de mercado. - Pasando, a continuación y como siguiente punto, a describir de - igual manera lo que son las inversiones catalogadas como de renta variable.

2.5.- Inversiones de Renta Variable.

2.5.1.- Concepto.

Las acciones también se han dado en llamar "renta variable" porque no tienen los dos elementos de predeterminación que tienen las inversiones de renta fija. No tienen un rendimiento predeterminado, ni tampoco tienen un plazo determinado.

El rendimiento de las acciones, tradicionalmente proporcionado - por los dividendos que pagan, varia por dos motivos importantes (de ahí su concepto). En primer lugar, las utilidades de una - empresa pueden variar; en segundo lugar, los dividendos que se decretan a base de las utilidades netas generadas también pueden variar porque dependen de la decisión de la asamblea de accionis-

^{14/} Heyman, Timothy: Inversión contra Inflación; Ed. Milenio, 1987; p. 73-84.

tas. A su vez, el plazo no está determinado porque la duración de la tenencia de una acción no está limitada por el vencimiento del instrumento, sino por la decisión del mismo propietario de - retenerla, o venderla, en su caso.^{15/}

2.5.2.- Valuación de Acciones.

Cualquier apreciación del precio de las acciones depende de una estimación del rendimiento a través de las utilidades que las - empresas pueden generar. Estas, a su vez, se tienen que compa- rar con la tasa carente de riesgo que existe en el mercado.^{16/}

Rendimiento de las Acciones Mayor que CETES.

La inversión en acciones conlleva más riesgo que la inversión - en valores de renta fija. Por lo tanto, en un solo año se espe- ra que el rendimiento de una acción sea mayor que la tasa sin - riesgo.

El rendimiento esperado de una acción se puede expresar como la utilidad por acción (la utilidad neta de una empresa dividida - por el número total de acciones emitidas) dividido entre su pre- cio de compra. Asimismo, en el mercado financiero mexicano, -- por sus características de liquidez y seguridad, la tasa de ren- dimiento del CETE (a 91 días) representa nuestra tasa de interés sin riesgo.

^{15/} Heyman Timothy: Inversión contra Inflación: Ed. Milenio, 1987; p. 119

^{16/} Idem: p. 137-138.

Simbólicamente esperamos que:

$$a) \frac{UPAE}{P} \geq \text{Tasa CT}$$

Donde UPAE = Utilidad por acción estimada

P = Precio por acción

Tasa CT = Tasa de rendimiento sin riesgo del CETE

- Estimación simple de aumento de utilidad para acciones individuales.

La utilidad por acción conocida (UPAC) es la utilidad neta reportada por la emisora durante los últimos doce meses dividida por el número de acciones emitidas.

Normalmente, en el caso de una acción individual, para llegar a una estimación de la utilidad por acción futura pensamos en un aumento porcentual respecto a la utilidad conocida. Si creemos que va a haber un aumento en el volumen de producción de la empresa, estimamos, en primer lugar, un aumento porcentual en este volumen. A este aumento le añadimos el aumento de precios que estimamos que la empresa podrá sostener (dependiendo de si su producto tiene precios controlados por el gobierno o no). La combinación del aumento de volumen, más aumento de precio, nos da un aumento de utilidades estimado (con el supuesto simplificador de que los costos de la empresa suban en la misma forma).

- Estimación de aumentos de utilidad para mercado global.

Para ello sumamos las utilidades conocidas de todas las empresas bursátiles, luego las utilidades estimadas, y se calcula el aumento porcentual.

Pero es mucho más difícil hacer este cálculo para todas las utilidades estimadas. Para algunas empresas va a ser muy difícil llegar a cualquier estimación, y para otras la estimación será sumamente aproximada. Por lo tanto, tenemos que buscar un sustituto para las utilidades estimadas en el caso del mercado global.

Con la formula antes mencionada encontramos el sustituto: la tasa del CETE. Dijimos que la tasa de rendimiento esperada de las acciones tenía que ser por lo menos igual al rendimiento de los CETES. A lo mejor el rendimiento esperado de los CETES podría servir como sustituto de la suma de las utilidades estimadas del mercado.

El problema en este caso es que la tasa de rendimiento de los CETES es una tasa mientras que nuestras utilidades conocidas representan una cifra absoluta.

Resolución al problema: La relación.

$$b) \frac{\frac{UPAE}{P}}{\frac{UPAC}{P}}$$

c) es igual a: $\frac{UPAE}{UPAC}$

Esta relación es precisamente la relación de aumento (o disminución en su caso) de utilidades que mencionamos en el contexto de una empresa individual.

Pero para el caso del mercado global podemos sustituir, en la -- fórmula (b), la relación UPAE/P con la tasa de los CETES. Además, en el caso del mercado global podemos calcular la relación -- UPAC/P, ya que son cifras conocidas. Sólo que en este caso esta_ríamos dividiendo el total de utilidades conocidas de las emisoras entre su valor total (la suma del número de acciones emitidas de cada emisora multiplicado por su precio respectivo).

Sucede que el inverso de la relación UPAE/P se calcula rutinaria_mente tanto para acciones individuales como para el mercado global. Se llama el múltiplo conocido, y representa la relación -- que tiene el precio de una acción con las utilidades por acción generadas. (Ejem. Cuadro 2.5.2. múltiplo conocido)

Teniendo tanto el numerador como el denominador de la relación - (b) podemos proceder a mostrar su aplicación al problema de va_luación del mercado accionario global.

Ejemplo: Múltiplo conocido del mercado accionario 3.5
Tasa de rendimiento del CETE 50%.

Cuadro 2.5.2.- Multiplo conocido.

Acciones; Un sistema de calificación

Emisora	Multiplo conocido	Ramo	Finanzas	admon.
CELANECE	6.3	A	B	A
CEMEX	6.4	A	A	A
PEÑALES	6.5	B	A	A

En cada área se asigna una calificación de A a C (o de A a D, depende del analista). Una empresa que tiene A's en las tres áreas obviamente tiene menor riesgo que una que tiene B's.

Este cuadro presenta un ejemplo de la aplicación del sistema en tres empresas con multiplos similares y por tanto niveles similares de crecimiento esperado según fórmula de la acción anterior.

Para calcular el aumento de utilidad que el mercado accionario está descontando sencillamente dividimos:

$$\frac{50/100}{1/3.5} = 1.75 = 75\%$$

O sea la tasa del CETE entre el inverso del múltiplo conocido - a su nivel de precios actual el mercado está descontando un aumento de utilidades de 75%. Con esta información del mercado - el analista tiene que confirmar si, entre aumentos de volumen - de producción y aumento de precio (más supuestos sobre costos - operativos y financieros) de todo el mercado este aumento global de utilidades es factible. Si el piensa que es factible - un aumento aún mayor, el mercado está subvaluado. Si piensa -- que es factible exactamente 75%, el mercado esta en precio, y si sólo ve factible un aumento de 50%, el mercado está sobrevaluado.

La fórmula es sencible a dos factores: las utilidades y las tasas de interés. Al bajar las utilidades conocidas o subir las tasas de interés el aumento de utilidades requerido tiene que - subir también, para que los precios se mantengan al mismo nivel. Alternativamente, en cada caso, los precios bajan o suben. Estos movimientos, a su vez, afectan los niveles de sub o sobrevaluación, del mercado.

Si la técnica indica que el mercado está subvaluado, se aumenta el porcentaje. Si indica que el mercado está en precio, se mantiene el porcentaje de acciones en la cartera.^{17/}

a) Evaluación de Sectores.

- Relación con el PIB

Una vez que se decide si el mercado en general es compra, - hay que hacer una selección de las acciones que proporcio--nen la mejor combinación de rendimiento y riesgo al inver--sionista,

Un primer filtro que se puede utilizar es con una selección de sector de actividad económica, que se encuentra represen--tado por empresas registradas en bolsa.

Sin embargo, se ha observado que, en distintas épocas de la "zona de compra" de acciones, empresas de ciertos sectores convienen más que otras, o sea que las acciones de estos --sectores suben más que las de otros.

El motivo de este fenómeno es que hay sectores que cuando - el PIB (y la producción industrial en general) está en de--clive bajan (porcentualmente) más, y que, cuando el PIB -- está al alza, también suben más. El PIB es sólo un prome--dio de distintas actividades, algunas de las cuales son me--nos volátiles, mientras que otras son más volátiles que el promedio.

17/ Idem: p. 140-144

- Situación Competitiva.

Una vez que se elige el sector es necesario analizar las empresas registradas en bolsa que pertenecen a él y su situación competitiva dentro del mismo.

Como la definición de sector puede llegar a ser muy imprecisa, se tiene que analizar, en primer lugar, qué productos produce cada empresa del sector para llegar a una especie de "matriz de productos". Luego se trata de llegar a una estimación de porcentaje del mercado para cada producto genérico que tiene cada empresa.

Existen sectores con una variedad de productos (por ejemplo, el sector químico), otros con una cantidad más reducida (el sector papel). Hay algunos con un solo producto (el sector cemento) donde una matriz de productos no es tan necesaria como un cálculo preciso del porcentaje de mercado de cada empresa.

Finalmente, se analizan los factores claves que influyen en la rentabilidad de una empresa sobre otra del mismo sector. Esto es, en los renglones clásicos del análisis empresarial: Producción, finanzas, mercadotecnia, y personal. Pero típicamente cada ramo de actividad (sector) tiene un factor clave, y la ventaja competitiva que lleva una empresa sobre otra depende de como se enfrentan a ese factor.^{18/}

^{18/} Idem: p. 144-147.

b) Evaluación de Acciones Individuales.

- Bursatilidad.

Antes de evaluar una acción como candidato a inversión hay que analizar su bursatilidad. La acción puede ser muy atractiva, pero esto no sirve de mucho si no se puede comprar ni vender en el momento oportuno.

- La Estimación de Utilidades.

La estimación de utilidades se hace con base en los renglones principales del estado de resultados:

Ventas.

Para estimar ventas es necesario llegar a una estimación de aumento, o disminución, en su caso, de volumen o aumento de precios.

Costos de Operación.

Resumiendo son, tanto costos directos de materia prima en el producto final, como costos indirectos atribuibles a los distintos productos, que se reflejan en un margen de operación sobre ventas y cuya deducción de estos costos de las ventas nos da la utilidad operativa que, como porcentaje sobre ventas se llama "margen operativo".

El factor determinante de este margen operativo es el porcentaje de utilización de la capacidad de la empresa, que determina, a su vez, altos o bajos costos de operación, es decir, cuanto más se utiliza la capacidad ociosa, más productiva, - se vuelve la operación, y aumenta su margen operativo.

- Costos financieros.

Estos costos dependen mucho de la trayectoria de las tasas de interés. Al conocer el total de deuda de corto y largo plazo, se pueden ir aplicando distintas tasas de interés posibles, para ver la sensibilidad de la utilidad operativa con relación a los costos financieros (en el momento actual hay casos en que la utilidad operativa no rebasa el costo financiero). A su vez, por la aplicación del boletín B-10, es -- importante (sobre todo en épocas inflacionarias) hacer una estimación del resultado por posición monetaria que se puede aplicar al costo financiero de la empresa, para llegar a un costo financiero neto.

Al deducir estos de la utilidad operativa nos da la idea de la utilidad neta antes de impuestos y PTU. Aplicando una -- tasa de impuestos corporativos y de PTU, y tomando en cuenta las deducciones fiscales de las cuales puede gozar la empresa, llegamos a una estimación de la utilidad neta distributable a los accionistas.

2.5.3.- Características.

Mercado de valores es aquel, donde se ofrecen o demandan fondos para financiar o invertir a largo plazo como: acciones y obligaciones.

Mediante una oferta primaria, es decir, la emisión y distribución de valores nuevos que constituyen un verdadero flujo de fondos para la empresa. O bien, una oferta secundaria que, a su vez, ésta consiste en la realización de transacciones con valores ya emitidos que se encuentran en circulación. Este mercado es el que da liquidez a oferentes y demandantes de los valores.

Como se puede observar es a través de este mercado que, se emiten, colocan y distribuyen los valores, entendiéndose por estos los títulos de crédito que se emiten en serie, perfectamente homogéneos y que por sus características son susceptibles de ser ofrecidos en el mercado de valores.

Acciones.

Las acciones se consideran como valores de renta variable, son títulos que representan una parte alícuota del capital social de una empresa. Esto significa que el propietario de una acción es socio de la parte proporcional que representa ésta. Generalmente las grandes empresas inscriben sus acciones en la Bolsa -

Mexicana de Valores para que éstas puedan ser colocadas entre el público inversionista a través de las Casas de Bolsa; siendo así un medio de adquirir recursos a largo plazo.

Por su forma de suscripción, las acciones se pueden clasificar de la siguiente manera:

- a) Nominativas.- Cuando ésta lleva explícito el nombre de la persona que la posee, los derechos y obligaciones no son transferibles.
- b) Por los derechos que otorgan:
 - 1.- Comunes: Otorgan a sus tenedores derechos y obligaciones sobre la toma de decisiones y políticas de la empresa. Dan derechos a percibir dividendos después de que la empresa pague los dividendos correspondientes a las acciones preferentes.
 - 2.- Preferentes: Son las acciones que garantizan un dividendo anual mínimo en caso de la liquidación de la empresa. Siempre tienen preferencia sobre otro tipo de acciones que existan en circulación en ese momento. Se caracterizan además por no tener derecho de voto en la asamblea.

Las acciones preferentes adoptan varias modalidades como son:

2.1.- Acciones preferentes con dividendos acumulados.- --

Son aquéllas en las que se ha pactado que, in dependientemente de los resultados que haya - obtenido la empresa, tiene derecho a un rendi miento anual fijo y en caso de que los resul- tados de la empresa en un ejercicio no le per mitan cubrir el dividendo pactado, éstos se - le acreditarán y serán cubiertos en el próxi- mo ejercicio o hasta que las ganancias de ca- pital lo permitan.

2.2.- Acciones no acumulativas.- Se llaman así aquéllas cu yos dividendos no se acumulan y que, por lo - tanto, si en un ejercicio determinado no hay utilidades para su distribución, dan derechos a exigir un dividendo del 5%, que se podrá cu brir en los años siguientes.

2.3.- Acciones participantes.- Son aquéllas que tienen dere cho a participar, además del dividendo fijo, en uno extraordinario sobre el resto de las - utilidades, cuando estas llegan a superar un porcentaje determinado.

2.4.- Acciones convertibles.- Son aquéllas para las cuales se ha pactado que después de un período previamente fijado se transformen en acciones comunes.

Una acción puede producir:

- Ganancias de capital.- Cuando el valor en el momento de venta sea mayor al desembolso hecho al adquirirla; si el precio de venta es menor resulta -- una pérdida.
- Dividendos.- Puede ser en efectivo, y representan una parte de las utilidades de la empresa; o en acciones cuando se da a los accionistas cierto número de acciones adicionales a las que se - tenfan.

Obligaciones.

Son valores de renta fija, emitidos por sociedades anónimas que representan la participación individual de sus tenedores (inversionistas) en un crédito colectivo constituido a cargo de la sociedad emisora. Se consideran valores de renta fija, ya que dan a sus titulares el derecho a un interés prefijado.

Las garantías que respaldan a las obligaciones se pueden clasificar de la siguiente manera:

- 1.- Hipotecarias.- Son emitidas por sociedades anónimas, y están garantizadas por una hipoteca que se establece sobre los bienes de la empresa emisora. Se documentan en títulos al portador o a la orden, con valor nominal de \$ 1 000.00 o un múltiplo.
- 2.- Quirografarias.- Son títulos generalmente al portador, aunque también pueden ser nominativas. Están garantizados por la solvencia económica y moral de la empresa.
- 3.- Obligaciones Convertibles.- Son títulos que dan a sus poseedores la alternativa de que su inversión le sea amortizada mediante la conversión en acciones de la misma sociedad, a una tasa de descuento que representa un incentivo adicional.

El objeto primordial de estos valores es el procurar recursos a la empresa a través del apalancamiento, con la posibilidad futura de convertir esa deuda en capital. Los tenedores de estos títulos recibirán una cantidad por concepto de intereses en forma periódica, además podrán optar entre recibir la amortización

de la deuda, o bien, convertir sus títulos en acciones comunes o preferentes de la misma manera.

Ofrecen la ventaja de asegurar un valor mínimo de acciones comunes en caso de que el precio de la acción al que se tiene derecho disminuya; si el precio de la acción en el mercado es atractivo, el tenedor de la obligación optará por la conversión obteniendo una prima adicional si vende la acción.^{19/}

2.6. Inversiones de Protección.

2.6.1.- Las "inversiones de protección" son las que nos protegen contra la depreciación del peso en relación con otras monedas, y que , por lo tanto, sobre todo en épocas de incertidumbre cambiaria, pueden ofrecer rendimientos más atractivos que otros instrumentos de inversión. En México actualmente existen tres - inversiones que cumplen estrictamente con este propósito, el petrobono, el pagaré, y la cobertura cambiaria. Sin embargo, hay otras dos inversiones, los metales (centenario y onza troy de -- plata) y las empresas mineras, que pueden proporcionar dos tipos de protección. En primer lugar, por estar ligadas a los precios internacionales del oro y la plata, que se cotizan en dólares, - proporcionan protección contra la depreciación del peso en relación con otras monedas. En segundo lugar, desde la década de --

^{19/} Idem; p. 147-156

los años setenta se ha visto que los metales también pueden -- ofrecer una protección contra la depreciación del dólar en relación con otras monedas.^{20/}

2.6.2.- Pronóstico del Tipo de Cambio.

Como el concepto de inversión de protección se basa en la protección contra la depreciación del peso en relación con otras monedas, la inversión en cualquiera de estos instrumentos dependerá de una apreciación del comportamiento futuro del peso.

El comportamiento futuro de nuestra moneda depende no sólo de la inflación comparativa entre México y otros países, sino también del sistema del tipo de cambio y la política cambiaria que adopte el gobierno.^{21/}

2.6.3.- Sistemas de Tipo de Cambio.

Hay tres formas básicas de administrar el tipo de cambio frente a la realidad económica de diferentes tasas de inflación entre un país y otro.

a) Tipo de Cambio Fijo.

Este se mantiene fijo frente a la otra moneda, hasta que no se puede sostener. En ese momento se devalúa una moneda --

^{20/} Heyman Timoty: Inversión contra Inflación: Ed. Milenio 1987; p.165

^{21/} Idem; p. 182

contra otra de un solo golpe, para reflejar las tasas de inflación tanto históricas como esperadas entre un país y los países con los cuales se comercia.

b) Desliz.

Se fija un tipo de cambio y luego se le somete a un proceso de desliz gradual contra la otra moneda, el desliz se fija - por las autoridades financieras según las tasas de inflación estimadas de un país contra otros.

c) Flotación Libre.

Un mercado libre de divisas es un sistema en que el tipo de cambio no se fija por una autoridad financiera sino por el - libre juego de la oferta y la demanda. Según la opinión del mercado respecto a la tasa de inflación comparativa de un -- país contra otro, la moneda se puede apreciar (si tiene una tasa de inflación menor) o depreciar (si tiene una tasa de - inflación mayor). (Cuadro 2.6.3.)^{22/}

2.6.4.- Control de Cambios.

El control de cambios es un sistema de control de divisas, tanto del lado oferta como del lado demanda, que permite a un país -- asignarlas según prioridades fijadas. Normalmente implica que - las divisas generadas por los exportadores del país se deben en-

^{22/} Idem; p. 183-185

Cuadro 2.6.3. Tipo de cambio peso-dólar (1970-1987).

Año	Tipo de cambio peso-dólar	T. de C. real
1970	12.5	100.0
1975	12.5	94.3
1976	15.4	103.3
1977	22.6	129.3
1980	23.0	107.8
1981	24.5	90.8
1982	56.4	124.2
1983	120.1	133.3
1984	167.8	110.5
1985	257.0	106.2
1986	611.4	156.4
1987 (mayo)	1226.9	170.6

A partir de 1973, la inflación en México empezó a ser superior a la de E.U. lo que implicó notables presiones sobre el tipo de cambio que en agosto de 1976 sufrió una primera devaluación después de 22 años, al pasar de 12.5 a 15.6 pesos por dólar, paridad alrededor de la cual osciló hasta 1982. En donde el colapso de las relaciones de México con el exterior, la caída de los precios del petróleo y el aumento de las tasas de interés de su voluminosa deuda externa, hicieron estallar de nuevo la estabilidad cambiaria. En el curso de los últimos cinco años la paridad del peso con respecto al dólar ha pasado de 24.5 en 1981 a 1550 en octubre de 1987. Esto es una devaluación fabulosa de 6226% en el curso de 68 meses y con respecto a lo que va de 1988 una devaluación acumulada de aproximadamente 9205%.

Fuente: revista "economía informa" Facultad de economía, UNAM, abril de 1988 No. 163, p. 30-31.

tregar a un organismo central (Banco de México), generándose así la oferta controlada de divisas.

a) Pronóstico de tipo de cambio.

Con el sistema cambiario actual en México se trata de pronosticar dos tipos de cambio, el controlado y el libre.

La técnica de pronóstico tiene dos etapas:

1.- Pronosticar las inflaciones comparativas de México y -- E.U. y llegar a un valor técnico del peso.

Un aspecto muy importante de este cálculo es el de encontrar el punto de partida, en donde se "sabe" que fue el valor "técnico" (la paridad técnica) y, por lo tanto, su nivel de sub o sobrevaluación respecto a su valor -- actual.

2.- Pronosticar cuál será la política del gobierno respecto al valor actual del peso y al sistema de tipo de cambio.

Flotación Controlada del Peso.

Este mercado está controlado por el lado de la demanda, porque solo se autoriza al compra de divisas controladas para la mayoría de las operaciones de importación y servicio de la deuda externa. También está controlado por el lado de la oferta, porque

tregar a un organismo central (Banco de México), generándose así la oferta controlada de divisas.

a) Pronóstico de tipo de cambio.

Con el sistema cambiario actual en México se trata de pronosticar dos tipos de cambio, el controlado y el libre.

La técnica de pronóstico tiene dos etapas:

- 1.- Pronosticar las inflaciones comparativas de México y -- E.U. y llegar a un valor técnico del peso.

Un aspecto muy importante de este cálculo es el de encontrar el punto de partida, en donde se "sabe" que fue el valor "técnico" (la paridad técnica) y, por lo tanto, su nivel de sub o sobrevaluación respecto a su valor -- actual.

- 2.- Pronosticar cuál será la política del gobierno respecto al valor actual del peso y al sistema de tipo de cambio.

Flotación Controlada del Peso.

Este mercado está controlado por el lado de la demanda, porque solo se autoriza la compra de divisas controladas para la mayoría de las operaciones de importación y servicio de la deuda externa. También está controlado por el lado de la oferta, porque

la mayoría de las divisas procedentes de exportaciones se tienen que vender a bancos autorizados al tipo de cambio controlado.

Aparte, existe un tipo de cambio libre, de "flotación libre", - que refleja la oferta y demanda del dólar para todo tipo de -- transacciones. En este mercado la demanda proviene de cualquier necesidad que se pueda tener de divisas no cubiertas por el mercado controlado.

Para 1988, el gobierno, dentro de la concertación del PSE, anunció un ajuste del tipo de cambio controlado de manera que sin - convertirse en factor inflacionario preserve la competitividad de la planta productiva nacional.

Se entiende que la intención a largo plazo del gobierno es de - unir los dos mercados el controlado y el libre de cambios. Sin embargo, esta unión sólo se podrá llevar a cabo cuando se considere que el país no tenga necesidad de un control de cambios; - es decir, cuando haya suficiente confianza en la moneda para -- que el flujo de capitales hacia México sea positivo.^{23/}

2.7.- Asesoría de Inversiones.

La asesoría de inversioens es la actividad de combinar la formulación de objetivos de inversión y el análisis de inversión, - para llègar a una estrategia de inversión, que a su vez se re--

^{23/} Idem; p. 186-190.

presenta con una cartera de inversión. La cartera de inversión es el conjunto de inversiones que se escogen como resultado de las actividades de planeación y análisis. Los inversionistas se pueden autoasesorar, o bien acudir a los asesores de inversión especializados en la materia, quienes desempeñan esta función dentro de las Casas de Bolsa. Normalmente los inversionistas se autoasesoran, y también piden asesoría de las Casas de Bolsa, lo que nos lleva a entablar una buena relación entre una y otra persona, es decir, asesor e inversionista, dado que un cliente bien informado regularmente obtiene mejores resultados que un ignorante, o tal vez peor, informado a medias, que es lo más usual en estos casos.^{24/}

2.8.- Organización.

Una vez determinado el proceso de planeación dentro de la administración de las inversiones financieras es preciso implementar lo siguiente, el proceso de organización, para llevar a cabo la actividad continua de la planeación.

A nivel institucional considero tan importante la actividad de inversión financiera que resulta necesario tomar en cuenta la opción de crear una sección o departamento especializado en el área de las inversiones, dependiente éste, de la dirección de finanzas, enmarcado dentro de las actividades a realizar por el

^{24/} Idem; p. 244.

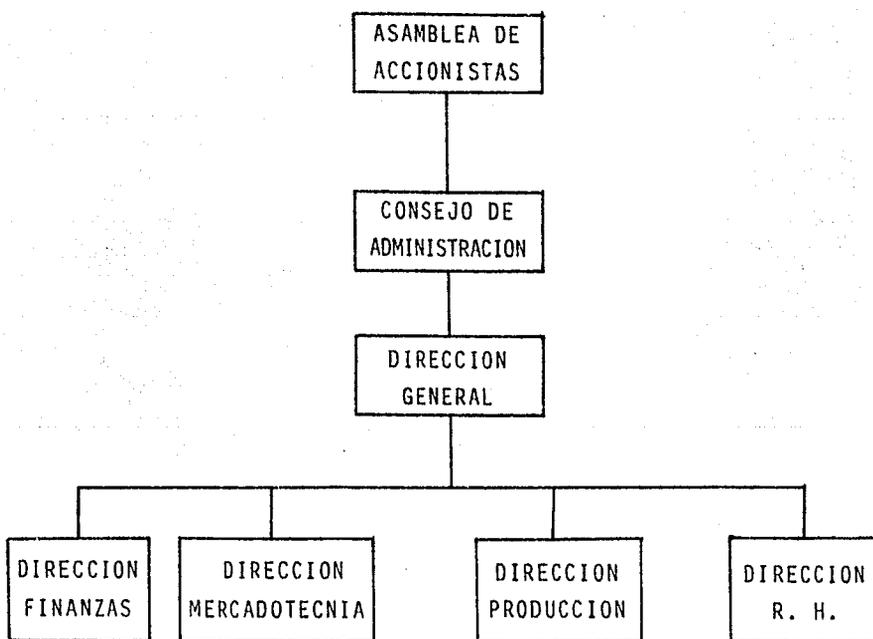
área de tesorería o su equivalente dentro de la organización y - que dentro de sus funciones este la optimización y manejo de fondos. Dentro de las funciones de la dirección, estarán, conjuntamente con el tesorero, la formulación de objetivos de inversión, y el seguimiento del logro de los mismos. Sus actividades, además, deberán dar acceso a la información de factores externos de la cual dependa cualquier buena apreciación de los problemas de inversión.

Se debe contar también con la participación, como miembro externo de este departamento, y por lo tanto de la organización, de - un asesor de inversiones.

Este departamento de "inversiones financieras o de tesorería" tendrá por funciones realizar en forma operativa los objetivos planteados por la dirección de finanzas. La cantidad del personal - dedicado a esta actividad dependerá del monto y complejidad de - las inversiones que se planeen. Es importante señalar que este departamento no debe manejar sólo la "tesorería" de la empresa, sino todos los fondos de inversión de la organización.

Con esta estructura, recomendamos que el departamento de inversiones se reúna en forma periódica para revisar el cumplimiento de sus objetivos de inversión. Esta revisión abarca las actividades - de control antes mencionadas; la medición mensual de los rendi-

mientos de inversión, y la revisión de los supuestos respecto a los objetivos de inversión, la inflación y los factores que afectan a cada categoría de inversión. Para que y, al cambiar los supuestos, claro está, se cambien las inversiones, y los porcentajes de ellas en las carteras.^{25/}



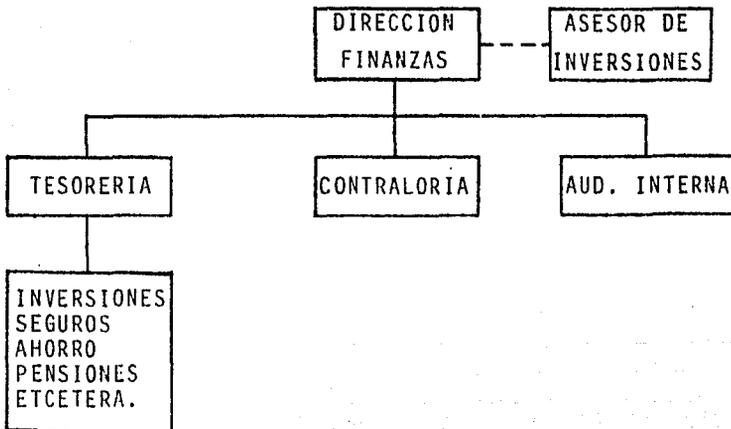
NIVEL DIRECTIVO

^{25/} Idem; p. 250.

No quisiera seguir adelante sin antes destacar lo siguiente, respecto a la adecuada localización de esta función:

- 1.- Que la tesorería ni es en ninguna forma un fin sino un medio muy efectivo para administrar eficientemente las inversiones permanentes de capital de trabajo y el mantenimiento de una adecuada estructura financiera.
- 2.- Que en cada empresa las características y necesidades específicas del momento determinarán la localización organizacional más efectiva y adecuada.

Ahora bien, en el siguiente cuadro podemos apreciar según mi punto de vista la localización de la tesorería en la organización de una empresa, sin embargo como hice mención no debe existir rigidez en cuanto a la ubicación de este departamento.



Como podemos apreciar en el organigrama es factible encontrar al contralor y al tesorero. En una empresa mediana, es posible que exista uno u otro cargo de las dos funciones, ya que ambas se en encuentran íntimamente relacionadas.

El hecho de que existan los dos funcionarios no quiere decir que no deban trabajar de común acuerdo, sino que sus funciones deben complementarse en beneficio del objetivo común.^{26/}

Pasemos ahora, como siguiente etapa del proceso, a tratar lo que sería la dirección en la administración de las inversiones.

2.9 - Dirección.

La función de dirección implica el conducir los esfuerzos de las personas íntimamente relacionadas con las funciones específicas de la administración de inversiones, para ejecutar los planes y lograr los objetivos de ésta.

Esta considerada como parte central de la administración, puesto que a través de ella se lograrán los resultados, dado el trato - directo que tiene con las personas, quienes a su vez y finalmente influyen en el éxito o fracaso de las actividades y por -- ende del organismo.

^{26/} Tesis: Campos Palacio J. Luis; "Fujo de Caja"; UNITEC, 1977.

La dirección implica para su ejercicio elementos tales como la - autoridad, de la cual podemos decir, surge a raíz de la necesi-- dad de mandar y el poder exigir obediencia de quienes están bajo las ordenes de un jefe, con el único fin común de obtener los re sultados esperados. Para lo cual, además, es de suma importan-- cia tener conocimientos de aquellos factores motivantes del indi viduo y poder actuar de una manera determinada con el propósito de inducirlos a que aporten sus mayores esfuerzos y alcanzar los objetivos planteados.

Dadas las características del tema que estamos tratando, otro -- elemento de suma importancia dentro de la dirección es el de la comunicación, porque en la medida en que nos enteremos de todos los fenómenos que a cada día se suscitan en el entorno de nues-- tras actividades serán las acciones que podamos tomar, de manera tal que, lleguemos a la obtención de los resultados. Además, - ésta nos permite actuar de manera coordinada y armonica con y en tre cada uno de los responsables de tan delicada actividad.

Continuemos pues con el tema y hablemos ahora del control de las inversiones financieras:

2.10.- Control.

EL objetivo de todo control tiene por finalidad primordial la medición de los resultados logrados con respecto a los esperados.- En su forma más sencilla, esta medición se puede llevar a cabo - mediante una comparación entre el valor de los fondos invertidos al principio y al término de un periodo determinado. Esto sólo sera posible llevar a la práctica si no hubo ni retiros ni aportaciones de fondos, para que la diferencia expresada como porcentaje de los fondos originales, represente el rendimiento durante el período. Este rendimiento representa una combinación entre - ganancias de capital e ingreso vía intereses y dividendos durante el período de control.

El problema para poder practicar este control radica en la movilidad que representan los fondos de inversión, ya que muchos de ellos permanecen estáticos aún durante periodos relativamente -- cortos; siempre hay retiros y aportaciones.

Ejemplificando diremos que:

Se aportan \$ 50,000.00 de inversión el 1º de enero
Para el 30 de junio estos \$ 50,000 valen \$ 65,000.00
El mismo día el inversionista retira \$ 15,000.00 de su inversión.
Al 30 de junio la inversión total vale \$ 50,000.00
El rendimiento aparente fue de cero.

La forma de resolver este problema es dividiendo la cantidad original en 1,000 "acciones" de \$ 50.00 cada una. El 30 de junio - cada acción valía \$ 65.00. Al sacar \$ 15.00 ese mismo día, retiramos 231 acciones, dejando en el fondo 769 acciones, cada una - con valor de \$ 65.00. Cuando valuamos el rendimiento de nuestra inversión medimos la ganancia de capital según el aumento de -- valor por cada acción.

Por otra parte, tenemos los estándares de medición, ya contemplados para su análisis, en el proceso de planeación.

La primera medición tiene que ser contra la inflación, dado que como el supuesto principal para la inversión debe ser una tasa - real, hemos fallado si cuando menos no llegamos a la tasa de inflación.

Una segunda medición sería contra la tasa sin riesgo de los CETES, siempre y cuando ésta sea mayor que la tasa de inflación. Aunque si decidimos diversificar con instrumentos de mayor riesgo (renta variable e instrumentos de protección) es lógico que querremos un rendimiento mayor que CETES.

Y finalmente, la medición de las inversiones con riesgo se hace contra el índice de cada categoría: en el caso de acciones, contra el índice accionario, y en el caso de petrobonos, contra el índice de precios de los petrobonos.

Una vez medidos los rendimientos del período es importante analizar el porque se lograron o no con base en los supuestos respecto al ambiente inversionista y las distintas inversiones hechas. Normalmente en casi cualquier período ocurren eventos o llega información que implica un cambio en estos supuestos básicos. Esta se tiene, necesariamente que incorporar en modificaciones a la cartera original. A su vez, en estas revisiones periódicas puede llegar a haber cambios en los objetivos de inversión. Por un cambio de circunstancias en la institución (o la persona) o en el medio ambiente, el inversionista puede ir cambiando sus objetivos e incorporarlos en una nueva cartera.^{27/}

^{27/} Heyman Timothy; Inversión contra Inflación; ed. Milenio 1987. p. 247-248.

3. MERCADO DE DINERO

3.1. Concepto y antecedentes

Por "Mercado de Dinero" se entiende un mercado de mayoreo de instrumentos de deuda emitidos a corto plazo, con bajo riesgo y alta liquidez*.

Cabe agregar, para México, una definición de lo que se conoce por "Mercado de Dinero Regulado", Por mercado de dinero definimos aquel en el que operan las Casas de Bolsa bajo reglas, requisitos, instrumentos y operaciones sancionadas o definidas por nuestras autoridades financieras, distinguiéndose de otro llamado "no regulado", que opera en forma privada entre distintas entidades, no sujeto a regulación o control alguno.

En adelante nos referiremos cuando se hable de Mercado de Dinero, al primero, salvo aclaración.

Profundizando en esta definición, encontramos los elementos siguientes:

1. Mercado; el cual, como todos, está constituido por oferentes y demandantes, en este caso actuando regularmente a través de los intermediarios.

* Definición: Stigum Marcia en "the money market, mith, relity and practice". Dow Jones-Irwin 1978.

En este mercado la participación global neta crea efectos muy interesantes en la tasa de interés y la cantidad de dinero en el sistema, puesto que los requerimientos de los integrantes reflejan de inmediato la tendencia del mercado, de tal manera que no es raro que, en cuestión de minutos, se reinvierta totalmente ésta y se cambie el mercado, reflejandose estos efectos en las tasas de interés.

A nivel internacional, estos efectos provocan el que los países sean oferentes o demandantes netos, y así tenemos que naciones como Japón o Suiza se encuentren regularmente en el lado de la oferta, y Brasil y México en el de la demanda.

2. Instrumentos de deuda; este elemento constituye el objeto físico de negociación y aunque existe una gran diversidad de títulos de deuda, los conceptos subsecuentes nos circunscriben al mercado de dinero sólo aquellos que, además de representar pasivos para las empresas, cumplen con ciertas características en cuanto al plazo, riesgo y liquidez, de tal manera que necesitaríamos ahondar en estos últimos puntos antes de ubicar en el mercado estos instrumentos.

3. Corto plazo; Los conceptos relativamente subjetivos, tales como los que nos faltan por analizar presentan grandes dificultades para ser definidos con exactitud, e inclusive el momento de mercado otorga variabilidad a la definición. En épocas como las actuales, en las que la tendencia de la tasa de interés es al alza, hablar de plazos cortos en relación al Mercado de Dinero es hablar de semanas, y tal vez de no más de un par de meses, y el referirnos a plazos largos nos sitúa en un horizonte no mayor de 6 u 8 meses, sin embargo, un consenso general entre los intermediarios señala como propios de este mercado a aquellos instrumentos con vencimiento a plazo no mayor de un año, entendiéndose por esto no el plazo al cual fuerón emitidos, sino el plazo para su redención, de manera que podríamos hablar inclusive de papeles emitidos a 8 o 10 años, siempre y cuando su vencimiento se vaya a dar en el transcurso de los próximos 12 meses, y desde luego incluiríamos, por excelencia a los emitidos a 90 días o menos.

4. esta característica es muy importante debido a que la gran mayoría de los participantes son institucionales y buscan operar siempre con la máxima seguridad posible. En el aspecto del riesgo existen variables que conforman límites aceptables de acuerdo a las necesidades y políticas de cada inversionista.

El método más común en algunos países es, el someter al emisor a una "clasificación cualitativa" de su capacidad crediticia, en función de la cual se le ubica en una escala determinada y conocida por los inversionistas de tal manera que habría quienes inviertan sólo en empresas que ocupasen la máxima clasificación, quienes lo harían en las que estuviesen clasificadas con 2 o 3 grados más altos, quienes otorgarán una libertad de hasta 5 grados, y así infinitamente dependiendo de cada inversionista.

En el mercado mexicano no existe aún este sistema de clasificación y son más bien los participantes en sí quienes discriminan a las amisoras en función de las estimaciones individuales de riesgo y las obligan, en todo caso, a salir a tasas que compensen adecuadamente el riesgo estimado.

5. Alta liquidez; como último concepto integrante de nuestra definición, la liquidez es la relativa facilidad de negociación de los títulos y representan un elemento primordial para la existencia de un mercado activo. Las consideraciones relacionadas con la agilidad que requiere este mercado se desprenden de la gran rotación que pueden tener estos títulos, cambiando de mano infinidad de veces durante su vigencia.

La liquidez depende de varios factores estrechamente ligados; la tasa de interés vigente en el mercado, la tendencia de ésta, la tendencia general del mercado (demandado u ofrecido), las tasas de interés de instrumentos alternativos, y otros de este tipo. Como en el caso del riesgo, en la liquidez nos enfrentamos a conceptos subjetivos, y habrá gran diversidad de estimaciones o consideraciones respecto a ésta, dependiendo de la relativa urgencia o necesidad que pudiese presentarse al inversionista tanto para comprar, como para vender sus títulos, lo cual provocaría en última instancia el que se pudiesen negociar a mejores tasas, entre mayor fuese la liquidez propia del valor, suponiendo igual necesidad de negociación.

Todos estos conceptos se aclararán bastante más a medida que entremos en materia. Cabe mencionar y recordar durante todo el estudio un hecho que se presentará consistentemente a lo largo de esta exposición; una vez emitido y colocado un título en el mercado, se desliga de las características bajo las cuales se colocó y queda sujeto a las fuerzas del mercado, de tal suerte que la única determinante que conserva es su plazo de vigencia desapareciendo el monto total y la tasa nominal de interés (o de descuento en su caso) ya que será entonces el mercado quien decida respecto a los montos o tasas lo expuesto es de -

vital importancia para entender bien el mercado, y a menos que el objetivo del inversionista fuese conservar en su posesión del título desde el momento de su emisión o colocación primaria hasta su vencimiento, la tasa y el monto original pierden significado una vez que el título se negocia en el mercado secundario.

Aclarado lo anterior, pasemos a dar una breve descripción de lo que es el Mercado de Dinero en México.

Aunque con anterioridad a 1978 existían en México instrumentos similares a los del Mercado de Dinero actual, tales como las ce dulas hipotecarias, bonos hipotecarios y los certificados de -- participación fiduciarios emitidos por Nacional Financiera, no es sino hasta este año que surge en realidad un Mercado de Dine ro organizado y activo, pues las operaciones que hasta entonces se efectuaban no podrían constituir un mercado formal puesto -- que eran eventuales y aisladas.

La situación económica que se da en el país en los años siguien tes a la devaluación de 1976 crea una necesidad dentro del sistema financiero que culmina con el desarrollo de lo que ahora -- es nuestro Mercado de Dinero, las empresas y los particulares -- se dan cuenta del alto costo que les representa el mantener recursos ociosos y comienzan a acudir a los mercados financieros

con el objeto de invertir temporalmente sus sobrantes, es decir, se crea el concepto de inversión temporal, distinto al que anteriormente ya existía, más bien conceptualizado como ahorro. El dinero ocioso es cada vez menos frecuente de encontrar y la demanda por instrumentos de inversión temporal es cada día mayor. Desde luego que éste proceso no se dio súbitamente y aún ahora existe todavía un gran desconocimiento de las posibilidades que el Mercado de Dinero puede ofrecer a los inversionistas, por lo que lo que día con día continúa creciendo y evolucionando.

No es sino hasta el 19 de enero de 1978 cuando el Gobierno Federal coloca, a través del Banco de México, la 1a. emisión de Cetes por un monto de 500 millones de pesos, que podemos considerar el nacimiento del Mercado de Dinero en nuestro país, debido principalmente a las características y flexibilidad propias de este instrumento.

Estas primeras emisiones se enfrentaron desde luego, a serias dificultades antes de lograr la aceptación que a la fecha tienen. Poco tiempo después de la introducción de los Cetes, se comienzan a sofisticar las modalidades de operación y se generalizan las operaciones de reporto, principalmente con el Banco de México. De esta manera se complementa la simple compra-venta con una operación que permite a las Casas de Bolsa garantizar (dentro de ciertos límites) un rendimiento a su clientela.

En octubre de 1980 se incorpora al Mercado de Dinero el Papel Comercial, título de deuda emitido por las empresas, con objeto de obtener financiamiento a plazos cortos, y colocado entre el gran público inversionista a través de las Casas de Bolsa. -- Casi paralelamente al surgimiento del Papel Comercial, se permite la negociación de Aceptaciones Bancarias. De estos dos últimos instrumentos, el primero despegó con gran fuerza en el segundo semestre de 1981, momento en el que las condiciones originales bajo las cuales se había colocado el instrumento se ha adaptado a los requerimientos del mercado.

En lo que respecta a las Aceptaciones Bancarias, debemos mencionar que no es sino hasta el segundo trimestre de 1982 cuando; -- merced a ciertas modificaciones en la reglamentación respectiva, se tiene un crecimiento substancial en las emisiones, aunque -- aún el mercado secundario es raquítico.

En el primer semestre de 1982 se incorpora un nuevo instrumento que permite aún a la pequeña empresa, obtener financiamiento directamente del público, respaldados con depósitos en moneda extranjera, es decir, se incorporan las operaciones financieras -- de "cobertura". Es tal el éxito de estos "pagarés con garantía -- fiduciaria" (Pagafis) que, a poco más de 30 días de existencia se colocan en el mercado bursátil, en 9 días, títulos por valor de unos 1,400 millones de pesos.

Existe un aspecto filosófico aún más importante y significativo en relación a los pagafis, que tienen que ver con el hecho de que son títulos que, aunque son negociados por Casas de Bolsa, no requieren ser operados en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, sino que las mismas Casas de Bolsa crean un mercado telefónico y se liquidan directamente entre ellas las operaciones. Se señala esto como importante pues en todo mercado financiero desarrollado se dan dos tipos de negociación; la bursátil (en subasta pública) y la extrabursátil (por ofertas o demandas específicas). Aunque ninguno de estos tipos queda exento de notificación a las autoridades y vigilancia de estas últimas, el objeto de la negociación extrabursátil es reducir costos para las pequeñas y medianas empresas, pues de otra forma tendrían que acudir al piso de remates, pagando inscripción, registro y renovaciones, quedando también obligadas a proporcionar información interna en tal calidad y cantidad que convertiría en inconveniente el financiamiento directo.

El mecanismo no bursátil permite, por lo tanto, abrir nuevas y más baratas fuentes de recursos para la empresa pequeña y mediana, y la introducción en México del primer instrumento totalmente extrabursátil significa un gran avance en el desarrollo de nuestro sistema financiero.

Los instrumentos existentes actualmente en el Mercado de Dinero

son los ya señalados, pero el futuro es aún más promisorio; actualmente contamos ya con uno nuevo llamado "Sociedades de inversión de Renta Fija", el cual pone al alcance del pequeño y medio inversionista la participación en el mercado referido. Este instrumento tendrá una gran importancia pues, si repasamos nuestra definición de este mercado, encontramos el término "Mayoreo" lo cual significa que las operaciones directas con clientes se efectúan en montos importantes, de tal manera que es difícil obtener "buen precio" adquiriendo 50 a 100 mil pesos, lo que limita o circunscribe la participación en este mercado a los capitales de cierto tamaño. A través de los fondos mencionados se podrá abrir el mercado a inversiones de tamaño pequeño, con lo que además, se formaría una base de recursos permanentes que permitirían otorgar mayor liquidez a los instrumentos que se manejen.

Hasta aquí hemos comentado algunas ideas aisladas puesto que, - aún conceptualizando de la forma más completa el mercado, cada uno de sus instrumentos es substancialmente diferente y el globalizar la idea de mercado implicaría tratar con todo detenimiento cada uno de ellos. basta con lo expuesto para ubicarnos en los antecedentes y tener una idea de la situación y perspectivas del Mercado de Dinero en México.^{1/}

En un capítulo subsecuente hablaremos al detalle de cada uno de los instrumentos y sus características.

^{1/} Asoc. Mex. de Casas de Bolsa : Introducción al manejo de títulos de renta fija. invierno de 1982: p. 5-14

3.2. Instrumentos del Mercado de Dinero y sus características.

a).- Certificados de la Tesorería CETES.

Los certificados de la tesorería son títulos de crédito al portador. Son una forma de inversión que le ofrece al inversionista atractivos rendimientos. A través de títulos de crédito emitidos por la tesorería de la federación, actuando como agente financiero para la colocación y redención el Banco de México. Se le considera el instrumento clásico de manejo por parte de una Casa de Bolsa y pueden ser adquiridos y negociados a través de ellas y de las sociedades nacionales de crédito.

Actualmente el valor nominal de los Cetes es de \$ 10,000 por unidad, que es la misma cantidad de dinero que el gobierno federal pagará en una sola emisión al vencimiento del título.

No contienen ninguna estipulación sobre pago de intereses, pero la Secretaría de Hacienda queda facultada para colocarlos bajo par, es decir, se venden abajo de su valor nominal, de ahí que el rendimiento que recibe el inversionista consiste en la diferencia entre el precio de compra y el de venta o amortización.

El gobierno federal mantiene simultáneamente varias emisiones de CETES, con fechas de vencimiento diferentes, para - que el inversionista realice sus inversiones en el plazo - que más le convenga.

El objetivo de su aparición es el de financiar el gasto -- público de una manera más sana y de regulación monetaria y crediticia.

El invertir en CETES tiene las siguientes ventajas:

- Seguridad.- Su pago está respaldado por el gobierno fe-
deral, quien los mantiene en un depósito -
central en el Banco de México.
- Rendimiento.- Otorgan atractivos rendimientos por enci-
ma de otros instrumentos de inversión.
- Facilidad.- Para invertir en CETES sólo se necesita --
hacer una llamada telefónica a la Casa de
Bolsa de su preferencia, en donde un espe-
cialista en inversiones le ayudará a selec-
cionar el tipo de emisión que más le con-
venga.
- Liquidez.- Si se invierte en CETES, no se tiene que -
esperar a que el título venza; si lo desea

puede recuperar su dinero en solo 24 horas, mediante una llamada a la Casa de Bolsa en cualquier día.

El rendimiento de los CETES se dá por el diferencial entre su -- precio de compra bajo par, por una parte, y su valor de reden -- ción o su precio de venta, por la otra. Cuando la venta se efec -- túa antes del vencimiento, el precio es también bajo par; pero -- usualmente mayor que el de compra. Los precios de compra y de -- venta se determinan libremente en el mercado.

Las Casas de Bolsa son las entidades autorizadas para efectuar -- operaciones habituales de compra-venta de CETES, de reportes -- sobre los mismos y de préstamos de dichos títulos. Cuando se -- trata de éstos valores, las Casas de Bolsa operan siempre por -- cuenta propia; por consiguiente no vargan comisiones en las tran -- sacciones referidas. Su utilidad se deriva del diferencial entre -- precios de compra y de venta.

Los CETES se cotizan por la Casa de Bolsa en términos de tasa de descuento anual, existe una cotización para la venta y otra para la compra. Además, los inversionistas pueden conocer las publi -- caciones que hace la Bolsa Mexicana de Valores, de las cotizacio -- nes promedio de cada día, a fin de tener una orientación sobre -- las condiciones del mercado.

El mercado de CETES se ha organizado de forma que tenga la máxi ma liquidez posible y de manera que los diferenciales entre cotizaciones entre compra y venta tiendan a ser pequeños. Para ello, se ha dispuesto que las operaciones entre Casas de Bolsa se realizan precisamente en el piso de aquella institución, lo cual permite establecer un estrecho contacto entre la oferta y la demanda de los valores de que se trata. Con el mismo propósito, se ha establecido que la bolsa Mexicana de Valores publique diariamente promedios de cotizaciones que reflejen la situación del mercado.

Es importante mencionar que la garantía con los CETES es absoluta ya que están respaldados por el Gobierno Federal. También - debemos señalar que son títulos al portador y son embargables.

Tratamiento Fiscal.

Personas Morales.

El rendimiento es acumulable a los ingresos de las empresas de acuerdo a la Ley de ISR.

Personas Físicas.

EL rendimiento que produce está libre de impuestos.^{2/}

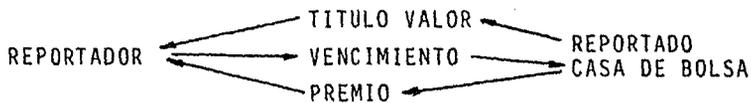
^{2/} Asociación Mexicana de Casas de Bolsa; Publicaciones Especiales, 1987. pág. 29-30.

Reporto sobre CETES.

Son operaciones mediante las cuales el cliente de una Casa de Bolsa, adquiere de ésta, CETES a un precio determinado, pactando con ella revertir la transacción al mismo precio en una fecha.

El reportado (la Casa de Bolsa) paga al reportador (el cliente) un premio por la operación. EL plazo mínimo de esta transacción es de 3 días y el máximo de 45 días. Como se puede observar - los reportos descritos ofrecen la posibilidad de invertir a plazo fijo con rendimiento cierto.

Fiscalmente, los rendimientos de las operaciones de reporto son acumulables al ingreso global gravable.



Características del reporto.

PLAZO: Mínimo 3 días, máximo 45 días.

PREMIO: A favor del reportador que paga el reportado

PAGO DEL PREMIO: Al vencerse o renovarse.

FORMULACION: Por contrato firmado por ambas partes.

SITUACION FISCAL: Acumulable para todos los casos

VALORES CON LOS QUE OPERA: CETES, BONOS DE INDEMNIZACION BANCARIA, PAPEL COMERCIAL Y ACEPTACIONES BANCARIAS.

El préstamo de CETES: Mediante esta operación, la Casa de Bolsa solicita a su cliente le preste CETES. Con los títulos obtenidos, la Casa de Bolsa procederá a venderlos o reportarlos a -- otros inversionistas.

El beneficio, producto de esta operación para el cliente, consiste en el interés adicional que la Casa de Bolsa le paga.

Elementos del Cálculo.

El inversionista puede operar y aprovechar los instrumentos que le ofrece el Mercado de Dinero, para lo cual es necesario el -- conocimiento del cálculo de dos elementos importantes como son:

- A) El Precio
- B) El Rendimiento.

El CETE al igual que el resto de los instrumentos del Mercado - de dinero operan con base a una tasa de descuento, necesaria -- para conocer el precio en términos de dinero, a su vez, el precio es utilizado en el cálculo del rendimiento y otros elemen-- tos importantes en la operación de los instrumentos.

$$\text{Precio} = 1 - \frac{\text{TD} \times \text{DV} \times 10,000}{360} \quad (1)$$

TD= tasa de descuento expresada en decimal.

DV= días por vencer.

- (1) Cabe mencionar que esta fórmula es aplicable al -- cálculo del precio en el caso del Papel Comercial y de Aceptaciones Bancarias, con la excepción de - que el factor por el cual se multiplica el primer elemento de la fórmula es de 100,000.

Ejem: Cuál es el precio de un CETE con tasa de descuento de 48.71% y 91 días por vencer?

$$\text{Precio} = 1 - \frac{48.71 \times 91}{360} \times 10,000 = 8768.7194$$

Rendimiento:

Generalmente en las inversiones que se realizan antes de su vencimiento, existe el riesgo para el adquirente de fluctuaciones en la tasa de descuento en el Mercado secundario. Si la variación de la tasa es a la baja, obtendrá ganancias superiores a la estipulada, en el corto plazo. Una variación importante al -alza de la tasa de descuento puede ocasionar pérdida al inver--sionista.

Formula para obtener el rendimiento a vencimiento de una inversión en instrumentos del Mercado de Dinero.

$$\text{CETES Rendimiento a vencimiento} = \frac{\text{TD}}{\text{P}} \times 10,000 \quad (2)$$

TD= Tasa de descuento.

P = Precio.

2 En el caso del Papel Comercial y Aceptaciones Bancarias, el factor por el cual se multiplica el primer elemento de la fórmula es 100,000

Ejem: Con base en el ejemplo anterior, cual será el rendimiento del CETE?

$$\text{Rendimiento al vencimiento} = \frac{48.72}{8768.7194} \times 10,000 = 55.54\%$$

TD= 48.71

P = 8768.7194 ^{3/}

^{3/} Pulido Avalos Martha G.- El Mundo de Valores como Mecanismo de Inversión y Financiamiento; UINU. La Salle, 1987. (Tesis)

b).- Pagarés de la Tesorería de la Federación
(Mercado de Dinero)

Los Pagarés de la Tesorería de la Federación son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consignan la obligación del Gobierno Federal de pagar una suma en moneda nacional, equivalente al valor de dicha moneda extranjera en una fecha determinada.

Los Pagarés documentan créditos en moneda extranjera otorgados al gobierno federal por el Banco de México quién, a su vez, los coloca en el mercado a través de Casas de Bolsa e instituciones de crédito del país.

Están denominados en dólares de los E.E.U.U. el valor nominal de cada pagaré se ha fijado, en las primeras emisiones en \$1,000.00 dólares.

Son pagaderos en la República Mexicana, en una sola exhibición a su vencimiento. Cada emisión tendrá su propio plazo sin exceder de un año (a la fecha únicamente se han realizado emisiones a 180 días).

El Banco de México actúa como agente exclusivo del gobierno federal para la redención de los títulos y, en su caso, para

el pago de intereses que devenguen. Los pagarés podrán o no devengar intereses y ser colocados a descuento o bajo par.

El rendimiento de los que no devenguen intereses se dará por el diferencial entre precio de compra bajo par, por una parte, y su valor de redención o su precio de venta por la otra. Cuando la venta se efectúe antes del vencimiento el precio también será bajo la par, usualmente mayor que el de compra. Los precios de compra y de venta se determinarán libremente en el mercado.

En un inicio se ha decidido que los títulos a 6 meses no devenguen intereses y sean colocados a descuento o bajo par. Aquellos a plazo mayor podrán devengar un interés fijo pagadero por períodos vencidos.

Las adquisiciones de estos títulos por parte de los inversionistas se efectúan contra la entrega en moneda nacional por el equivalente de la moneda extranjera respectiva. Por su parte, el gobierno federal pagará los intereses que en su caso devenguen los títulos, así como el principal de los mismos, entregando moneda nacional por equivalente de la moneda extranjera respectiva.

En todos los casos, las equivalencias entre ambas monedas se

calculan utilizando el tipo de cambio controlado de equilibrio, publicado por el Banco de México en el Diario Oficial de la federación el día hábil bancario inmediato anterior al día en que se efectúe la adquisición o el pago respectivo.

Las Casas de Bolsas no cargan comisiones en las transacciones referidas, toda vez que su utilidad se deriva del diferencial entre el precio de compra y de venta.

Las instituciones de crédito pueden cargar una comisión por las adquisiciones de Pagarés que efectúen por cuenta de su clientela.

Los inversionistas que adquieran Pagarés podrán esperar al vencimiento de los títulos. o bien, venderlos antes de dicho vencimiento. Estas ventas se harán a Casas de Bolsa o a través de instituciones de crédito.

Tratamiento Fiscal

Personas Morales

Los intereses son acumulables al resto de sus ingresos.

Personas Físicas

Su ganancia está exenta.

Situación Actual de los Pagarés de la Tesorería de la Federación.

La expectación que se tuvo por parte de los inversionistas - cuando se dieron a conocer las características de este instrumento fue muy grande debido a que éstos tienen un doble rendimiento: por un lado el interés nominal que pagan, y por otro la ganancia en el tipo de cambio al momento de la venta. (la primera emisión fue el 18 de agosto de 1986).

Sin embargo esta expectación en éstos momentos es nula debido a que las autoridades financieras del país han "manejado" el desliz del tipo de cambio, provocando que en las últimas 3 semanas, a la fecha de la realización del presente trabajo la Tesorería de la Federación no ha vendido un solo pagaré - entre el público inversionista debido al poco atractivo que muestra el desliz diario de nuestra moneda (Tipo de Cambio - de Equilibrio Controlado). ^{4/}

^{4/} Asoc. Mex. de C. de Bolsa; Publicaciones Especiales, -- 1987; p. 31-32.

c).- Papel Comercial.

Es un pagaré negociable sin garantía específica, emitido por una empresa, cuyas acciones estén inscritas en el Registro Nacional de Valores de la Comisión Nacional de Valores y en la Bolsa Mexicana de Valores.

Es un compromiso a pagar una cantidad determinada en una fecha determinada. El plazo depende de las condiciones en el mercado, y podrá fluctuar entre 15 y 91 días; sin embargo el emisor puede renovar el pagaré en cada vencimiento por igual, mayor o menor cantidad, según sus necesidades.

Se cotiza por las Casas de Bolsa en términos de descuento. y las operaciones se celebran en la Bolsa Mexicana de Valores. El rendimiento que otorgan es superior al de CETES, ya que el riesgo para el inversionista es comparativamente mayor por la falta de garantía específica.

Las ventajas para los inversionistas son:

Crear fuentes alternativas de inversión y establecer una competencia deseable entre los instrumentos del sistema; y ofrecer instrumentos a cortos plazos con rendimientos atractivos.

Tratamiento Fiscal

Personas Morales

La ganancia se considera como ingreso acumulable. No hay -
retención.

Personas Físicas

Retención del 21% sobre los 12 primeros puntos de la utilidad
obtenida en la inversión. 7/

Costo Financiero.- Para determinar qué costo tendrá cualquier
emisión a través de Papel Comercial, es necesario considerar
el monto, el plazo y las condiciones del mercado.

De acuerdo con la situación económica actual, en donde se -
observan movimientos en la liquidez, tasas de interés y pre-
cio, es necesario que el costo de este instrumento sea deter-
minado por dos factores:

TASA BASE DE CALCULO
SOBRE TASAS A FAVOR DE INVERSIONISTAS

7/ Asoc. Mex. de C. de Bolsa; Publicaciones Especiales, -
1987; p. 33.

Tasa Base de Cálculo

Es necesario considerar el doble aspecto que presenta este tipo de instrumentos en el Mercado de Dinero, es decir, financiamiento-inversión, por lo que será conveniente tomar un promedio ponderado del costo promedio porcentual que publica el Banco de México (CPP), y la tasa de CETES en emisión primaria, o las tasas que los CETES ofrezcan en plazos similares al de la emisión.

Sobretasa a favor del inversionista

En virtud de que el papel comercial es un instrumento sobregarantía específica, esta sobretasa va en relación directa con la calidad de la emisora y con la situación financiera a corto plazo que presente en el momento de hacerse el estudio para efectuar la oferta pública. ^{8/}

Emisión por colocación: La Casas de Bolsa cobra como tope máximo \$500 por cada millón de pesos.

Cuota: Las empresas pagan \$100,000 por estudio técnico. ^{9/}

^{8/} Cortina Azcarraga Fco. Javier y otros; Financ. y/o Inv. a través del Mdo. de Valores; unitec, 1987; tesis.

^{9/} Pulido Avalos Martha G.; El Mdo. de Val. como mecanismo de Inv. y Financiamiento; Univ. La Salle, 1987; tesis.

d).- Aceptaciones Bancarias.

Es un título valor nominativo, que se documenta como una --- letra de cambio y se gira por una corporación a favor de un banco.

Generalmente se emiten por empresas pequeñas y medianas bajo su propia orden, y son aceptadas por Instituciones Nacionales de Crédito basándose en los créditos que éstas conceden a las empresas a través de las Casas de Bolsa. El banco aceptante asume la responsabilidad de pagar el crédito, ya que las aceptaciones quedan endosadas en blanco y bajo su poder; se descuentan en el mercado de dinero y los fondos se acreditan a la cuenta del cliente.

Cada emisión tendrá su propio plazo, sin exceder de 180 días, aunque se recomienda que éste sea entre 30 y 90 días.

El valor nominal de cada Aceptación Bancaria se ha fijado en \$100,000.00.

Son un medio de captación de recursos más económicos que los préstamos bancarios y es un instrumento ágil y de buena negociabilidad.

Para el inversionista crea fuentes alternativa de inversión- y dá rendimientos con bajo riesgo por estar garantizados por la institución de crédito.

Tratamiento Fiscal

Personas Morales

La ganancia se considera como ingreso acumulable.

Personas Físicas

Retención del 21% anual sobre los primeros 12 puntos de la - utilidad obtenida. 5/

Endoso de documentos: Estos, son endosados en blanco y en-- contrándose en poder de la institución aceptante para facili- tar su colocación.

Costo financiero del Banco aceptante.- Las Casas de Bolsa - compran las aceptaciones emitidas por los bancos a una tasa- de descuento basada en la tasa de rendimiento de los CETES - a plazos similares al que durará la emisión, adicionando un

5/ Asoc. Mex. de C. de Bolsa; Publicaciones Especiales, - 1987; p. 34

diferencial a dicha tasa, que por lo general, oscila entre -- uno y dos puntos porcentuales, finalmente, la Casa de Bolsa cobra una comisión de colocación al Banco emisor que fluctúa entre 0.5% y 1.0%.

Costo financiero de la empresa prestataria.- El costo financiero a través de Aceptaciones Bancarias para las empresas - que utilicen este mecanismo, por lo general, es de ocho puntos porcentuales por arriba de la tasa de rendimiento a la - cual las Casas de Bolsa compran aceptaciones al Banco emisor Este costo ya incluye las comisiones del Banco, la Casa de - Bolsa y otros gastos de colocación. 6/

6/ Pulido Avalos Martha G.: El Mdo. de Val. como Mecanismo de inversión y financiamiento; Univ. La Salle, 1987 -- (tesis).

e).- Pagaré empresarial Bursátil.

Son pagarés garantizados mediante la afectación en fideicomiso en Sociedades Nacionales de Crédito con CETES, o la constitución de prenda sobre Aceptaciones Bancarias o Petrobonos ante el Instituto para el Depósito de Valores.

El emisor son las empresas establecidas en México, con un plazo máximo de un año, su valor nominal es de \$100,000.00 ó sus múltiplos; la garantía son los Certificados de la Tesorería (CETES) por un monto mínimo equivalente al 115% del valor de redención de los pagarés.

Las ventajas para la empresa emisora son que se financia a las tasas más bajas posibles, además obtiene una corriente de recursos constante.

Para el inversionista las ventajas son atractivas, ya que contiene un alto rendimiento a su inversión y mantiene sus recursos bajo una mecánica de alta liquidez.

Tratamiento Fiscal

Personas Morales

La ganancia se considera ingreso acumulable sin retención.

Personas Físicas

El rendimiento se grabará con el 21% anual sobre los primeros 12 puntos porcentuales. 10/

10/ Asoc. Mex. de C. de Bolsa; Publicaciones Especiales, 1987; p. 35

4. POSIBILIDADES DE CREACION DE UNA CARTERA DE INVERSION

Se le llama Cartera de Inversión a aquella constituida por un conjunto de inversiones, en el caso de los inversionistas a través de bolsa, su cartera de inversión se refiere al conjunto de valores agrupados dentro de un contrato que el inversionista mantiene con alguna Casa de Bolsa, cuyos porcentajes de integración estarán dados en función de las circunstancias -prevalcientes -como ya lo hemos tratado en el capítulo 2º- - en el entorno económico y de las necesidades, objetivos, posibilidades y actitud hacia el riesgo de cada inversionista.

Es conveniente destacar que la finalidad de la creación de una cartera de inversión, es preservar y aumentar el capital de cada inversionista, de tal manera que no se merme por el efecto negativo de la inflación.

Para proceder a la creación de una cartera modelo de inversión se tomarán en cuenta los siguientes puntos:

- Se debe mantener una postura balanceada en cuanto al grado de riesgo de los instrumentos que se deseen adquirir.
- Las decisiones de inversión, deberán ser tomadas por medio de la razón y no a través de instituciones para-

lo cual será utilizada la información que sobre cada instrumento se tenga.

- Se deben evitar decisiones con riesgo eminentes, no -- necesarios para maximizar las oportunidades y utilidades.
- Se debe desarrollar una capacidad para poder anticipar cambios futuros, su momento y dirección en el entorno-económico, político y social.

Una cartera modelo será aquella con una composición de valores tal que, en el largo plazo, generará consistentemente plusvalías superiores al resto del mercado durante periodos de crecimiento y aquella cuyo valor disminuirá más levemente, en relación con el resto del mercado, durante periodos largos de contracción en los precios.

Por ende, se puede decir que el grado de contracción de cada instrumento que integre una cartera, dependerá del perfil, intereses y necesidades de cada inversionista, todo ello encaminado a la búsqueda de la mejor combinación posible. ^{1/}

^{1/} Marmalejo González, Martín; Inversiones, 1985; p.81-82 y Pulido Avalos Martha G.; El Mercado de Valores como Mecanismo de Inv. y Fin. , Universidad La Salle, 1987; Tesis

4.1 Filosofía de la Política de Inversión

Con objeto de determinar cuales son las normas más convenientes para un inversionista en una situación dada, debemos contar con una filosofía general de la inversión, es decir, una forma sistemática de pensar respecto a lo que tratamos de conseguir y al modo en que pensamos hacerlo.

En primer lugar debemos contar con una idea muy clara en relación con los objetivos que perseguimos al invertir en valores los cuales no son otros que conseguir rendimientos máximos - teniendo en cuenta las circunstancias concurrentes. Resulta lógico, pues, que en los planteamientos de nuestras inversiones nos mostremos deliberadamente egoístas e interesados.

En segundo lugar, la forma de incrementar al máximo los beneficios conseguidos con las inversiones es orientar éstas hacia valores que anteriormente hemos calificado de especulativos, - y asumir los mayores riesgos que las circunstancias personales del inversionista permitan. Esta afirmación quizá suene a herética, ya que la doctrina convencional, en cuanto a inversiones, es elegir valores de clase óptima. Sin embargo resulta de todo punto evidente, teniendo en cuenta el principio general, que la cuantía de los beneficios potenciales - tienden a aumentar en forma paralela al porcentaje de riesgos

y otras desventajas propias de la inversión, o sea que los -- rendimientos máximos y los incrementos mayores en la cifra de capital sólo pueden conseguirse gracias a valores clasifica - dos en las categorías inferiores.

En tercer lugar, el esfuerzo para conseguir un beneficio - máximo en la inversión viene limitado por la capacidad de los inversionistas en cuanto a exponerse a los riesgos mayores y permitirse operar con valores inestables en términos de su fa - cilidad de venta e impuestos con que se hallan grabados. Los valores de clase inferior no sólo ofrecen -y conviene desta - carlo- los mayores beneficios potenciales, sino que también - encierran la posibilidad de sufrir elevadas pérdidas. Por - dicho motivo no conviene olvidar que constituirá una temeri - dad arriesgarse a mayores pérdidas de las que uno puede - soportar.

Por lo tanto, la mejor solución a cualquier problema de polí - tica de inversión es aquella que va tan lejos, en el sentido - de conseguir unos beneficios máximos, como permitan las limi - taciones dimanantes de la capacidad de asumir pérdidas por - parte del inversionista.

4.1.1. El Objetivo: Lograr unos beneficios máximos

¿Tratan de verdad, los inversionistas de incrementar sus beneficios? Muchos dirán que su objetivo principal es conseguir una seguridad del capital empleado. De hecho, una de las definiciones clásicas de una operación de inversión es: "Aquella que, después de un análisis-concienzudo, promete seguridad al capital, así como un beneficio satisfactorio".

Pero si la seguridad del capital fuese verdaderamente el objetivo fundamental es evidente que no se invertiría dinero en la compra de valores, ya que éstos encierran siempre un cierto riesgo. Partiendo de este supuesto se llegaría a la conclusión de que la mejor manera de tener el dinero seguro será guardándolo en un banco o en una caja de seguridad. Además existen clases de riesgos en los valores como veremos en un capítulo subsecuente- de modo que si uno consigue una cierta seguridad en términos de una determinada clase de riesgo es probable que se encuentre fuertemente expuesto a otro. En resúmen, cuando se invierte dinero siempre se corren riesgos y la única razón para exponerse a ello es el beneficio que de tal proceder se deriva. Lo que cabe llamar un "Beneficio satisfactorio es, por supuesto, una cuestión que cada inversionista ha de determinar; en la práctica, la palabra satisfactorio no significa, con frecuencia, otra cosa que

máximo.

Por otra parte resultaría una idea poco práctica la de considerar a cada inversionista como una persona agresiva, voraz y codiciosa, completamente inmersa en el esfuerzo de obtener la mayor cantidad posible de dinero gracias a los valores que se encuentran en su poder. Convengamos en que la mayoría de las personas no son psicológicamente así; su deseo es el de conseguir un rendimiento pero en modo alguno esorzarse desmesuradamente para no dejar escapar ni un céntimo. La gente no siempre orienta sus esfuerzos a conseguir un rendimiento máximo en los valores; a veces, se muestra contenta con una cifra inferior y ello por diversas razones. Sin embargo, el deseo de conseguir un beneficio constituye la fuerza principal que impele a invertir, y la idea de que la gente prefiere unos rendimientos máximos se halla lo suficientemente bien basada para que la elijamos como punto de partida de nuestros razonamientos.

4.1.2 Los medios: Inversión en valores de carácter incierto

La idea fundamental de nuestro segundo supuesto era que la cuantía de los beneficios potenciales en los valores tiende a incrementar a medida que la clasificación o categoría, en términos de sus principales características de inversión,

disminuye. Si uno adquiere una obligación de las clasificadas como sólidas en términos del riesgo financiero conseguirá un tipo de interés relativamente bajo a cambio del dinero invertido. Cabe la posibilidad de que logre un beneficio vendiendo la obligación en una fecha posterior, pero la cuantía del mismo será siempre relativamente pequeña debido a que los valores de esta clase no oscilan demasiado en su cotización. En cambio, si uno adquiere un valor perteneciente al grupo de los valores inestables (acciones) alcanzará un rendimiento mayor después de haber efectuado la compra, existiendo la perspectiva de que consiga revenderla con un margen de beneficio relativamente grande debido a que los valores de esta clase oscilan ampliamente en sus cotizaciones. Por consiguiente, la cuantía de los beneficios potenciales aumenta a medida que la categoría de los valores, en términos del riesgo financiero, disminuye. Esta regla resulta también de aplicación a la clasificación de los valores en función de los riesgos denominados del tipo de interés, facilidad de venta y nivel de impuestos. No resulta, en cambio, de aplicación a la estimación de tales valores en términos del riesgo del poder adquisitivo.

Quizá se haya observado que siempre nos hemos mostrado cautelosos al referirnos a beneficios potenciales. En el momento en que un inversionista adquiere unos valores ignora cuales -

serán, en último término, los beneficios finales, ya que éste es un factor que depende de circunstancias ulteriores. Espera, eso sí, conseguir una cierta cuantía de intereses o dividendos, pero la cifra puede ser mayor o menor que la prevista. Confía, también, en que la cotización de los valores aumentará, de forma que le resulte factible vender un beneficio y de este modo elevar el importe del rendimiento alcanzado por su inversión; sin embargo, es evidente que el precio puede descender y traducirse la operación en una pérdida. La cuantía de los beneficios o pérdidas conseguidos mediante la inversión en unos determinados valores queda influida por diversas contingencias hasta el momento en que los mismos son vendidos con lo que dicha cuantía permanece incierta hasta el instante final.

Esta observación respecto a la inseguridad del beneficio final conduce a un corolario importante respecto al supuesto general que dice que la cuantía de los beneficios potenciales muestran tendencias a incrementar a medida que la clasificación de los valores decrece. Dicho corolario es que el importe de los beneficios finales se vuelve cada vez más incierto a medida que se intensifica el riesgo. Cuando una persona compra obligaciones de carácter sólido, por ejemplo, su beneficio potencial es relativamente pequeño, pero es muy probable que lo reciba en su totalidad.

En cambio, si adquiere acciones ordinarias de tipo especulativo el beneficio potencial es relativamente grande pero el que conseguirá en realidad tiene carácter incierto. La inversión especulativa presenta como factible el hecho de alcanzar unos beneficios sustanciales, pero también pueden ser modestos e incluso traducirse en una pérdida apreciable. La posibilidad de que el rendimiento de los valores especulativos sea menor de lo que se espera y que incluso se presenten pérdidas es un hecho que desde luego vale la pena tomar en consideración. Tan cierto es afirmar que la cuantía de los beneficios potenciales aumenta con el incremento del riesgo como lo es afirmar que tal eventualidad resulta asimismo factible en el caso de pérdida; ambos supuestos resultan igualmente válidos.

4.1.3 La Limitación: Capacidad de tolerancia para operar con valores de carácter especulativos.

La inseguridad acerca de la cuantía de los beneficios que -
cabe conseguir en la inversión y el riesgo omnipresente de -
sufrir una pérdida requieren que todo inversionista conscien-
te evalúe cuidadosamente su capacidad para operar con valores
especulativos. Por dicho motivo debe formular su política de
inversión no sólo con el propósito de conseguir un provecho -
máximo, sino también la forma que la gama de factores incier
tos y la magnitud de las pérdidas potenciales resulten compa-
tibles con sus circunstancias financieras y con su forma de -

pensar.

El planteamiento de la inversión empieza de verdad con el análisis de las limitaciones impuestas al inversionista por sus recursos económicos y actitudes mentales. El grado de riesgo financiero a que un inversionista puede exponerse viene limitado por su capacidad de resistir una merma en la cuantía del rendimiento logrado en sus inversiones como por ejemplo la derivada de una regresión general en los negocios de algún acontecimiento adverso a las circunstancias financieras de los que emiten los valores, también queda limitado por su capacidad de soportar la pérdida de su capital como resultado de un riesgo financiero o de tipo de interés sin que ello implique necesariamente unas consecuencias ruinosas. La probabilidad de sufrir una pérdida en el capital queda, influida a su vez, por circunstancias personales que pueden obligar a vender los valores cuando las cotizaciones en el mercado son extremadamente bajas y también por el grado de pericia del inversionista en elegir y administrar su cartera. En el proceso de análisis debe prestarse consideración especial a la capacidad del inversionista para asumir el riesgo del poder adquisitivo a su necesidad de contar con valores de fácil venta y a la ventaja que presupone disponer de títulos libres de impuesto. Un factor que influye sobre la política de inversión es, tal como hemos apuntado anteriormente, la actitud mental del

inversionista ante la necesidad de correr riesgos. Algunas veces, el temor a experimentar una pérdida o la tensión nerviosa que se deriva de la incertidumbre constituyen las limitaciones más importantes en la capacidad del inversionista para buscar unos beneficios mayores en los valores que adquiere.

Hemos expuesto esta filosofía de la inversión en términos muy generales y en forma altamente abstracta. Sin embargo, la misma no tiene otro fin que servir de preámbulo a otros criterios que desarrollaremos a medida que avancemos en el tema. ^{1/}

4.2 Característica de inversión de los valores

Varios de los rasgos más importantes de los valores vienen representados por sus características de riesgos. En la inversión existen tipos diferentes de riesgo de pérdida o posibilidad de beneficio cuya diferenciación se establece sobre base de la causa que los produjo. Una clase muy corriente de riesgo, en sus términos más sencillos, es el constituido por un cambio en la capacidad financiera de los emisores para efectuar pagos a los tenedores de los valores, afectando de esta forma a la seguridad de los pagos futuros y, algunas veces, incluso a su cuantía. Llamamos a esto riesgo

^{1/} Sauvain Harry Charles; Investment Management (dirección de Inversiones) Prentice Hall Inc. 1967; p. 16-21

financiero dado que la causa del beneficio o de la pérdida - hay que buscarla en un cambio en la capacidad financiera. Otro tipo de riesgo de pérdida o posibilidad de beneficio es el que reconoce como origen una modificación en el nivel de los tipos de interés vigentes en el mercado y se conoce por riesgo del tipo de interés, una tercera influencia sobre el rendimiento de la inversión es la alteración en el poder adquisitivo de la unidad monetaria; éste es el riesgo del poder adquisitivo existen otros tipos menos importantes de riesgo, pero nos ocuparemos principalmente de los tres enumerados. Aparte de sus características de riesgo los valores tienen otras que no se hallan vinculadas con aquel, pero que afectan al grado de atracción que concurre en ellos y los hace más o menos apetecibles. El tener mercado (bursatilidad), o sea relativa facilidad de encontrar un comprador o un vendedor para unos valores, es uno de los riesgos que acabamos de citar. La imponibilidad es otro, y todavía cabe encontrar algunos más cuya naturaleza es de orden técnico.

La categoría, mérito o ventajas de los valores se evalúan en términos de cada una de estas características de inversión. Una razón por la cual los inversionistas tienen que hallarse muy familiarizados con las diferentes categorías de valores en términos de las características del capital invertido es

que aquellas afectan a la cuantía de los beneficios. ^{2/}

4.3 El problema del análisis de los valores

Usted debe elegir entre un crecido número la clase de valores que precisa en términos de sus características de inversión. ¿Necesita usted una emisión que encierre escaso riesgo financiero o se halla expuesto a asumirlo en grado considerable en aras de un esfuerzo encaminado a obtener unos beneficios más elevados?. Si su elección tiene lugar en el campo de las obligaciones de categoría superior tendrá que decidir sobre el plazo de vencimiento que le conviene y también reflexionar si es aconsejable escoger una emisión sujeta a tributación o exenta de ella.

También cabe que desee una emisión altamente vendible, en cuyo caso sus tendencias pueden verse influidas por características técnicas tales como la facultad de redención y la convertibilidad.

Debe, asimismo, elegir los valores en términos del precio de mercado, el cual, para cada una de las miles de emisiones en circulación, es distinto.

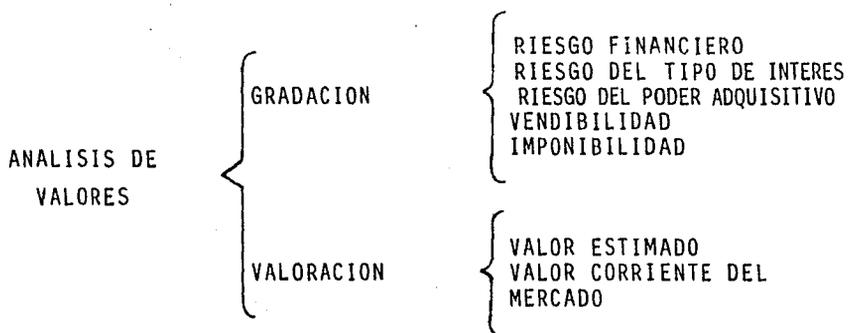
^{2/} Idem; p. 138-139

El análisis de los valores, cabe afirmar, es el proceso - mediante el cual los inversionistas eligen las emisiones que ofrecen las características de inversión estimadas como más idóneas a precios que están dispuestos a pagar. En un sentido opuesto corresponde también al proceso que permite escoger las emisiones que procede vender. En la administración de - una cartera de inversión, el análisis de los valores que la componen es una función de índole más o menos continuada, - dado que cuando se dispone de fondos para la inversión resulta lógica la adopción de decisiones respecto a la compra de otros nuevos. Sin embargo, tal elección no tiene en modo - alguno carácter de irrevocable. Los buenos inversionistas - revisan, con frecuencia, los valores que obran en su poder y analizan cada una de las elecciones que previamente hicieron. Algunas veces, gracias a esta precaución descubren que la categoría de una emisión ha cambiado desde que tuvo lugar su compra, de forma que no representa ya la mejor elección para los fines perseguidos. Otras veces aparecen en el mercado - emisiones que se adaptan mejor a las necesidades del inversionista o tienen fijado un precio a todas luces más atrayen te.

Este concepto del análisis de valores indica que existen dos funciones básicas en la selección, una de ellas es la gradación, es decir, la clasificación de los valores de acuerdo -

con la categoría en términos de cada una de las principales características de inversión. La otra función es la valoración, o sea la de determinar cuanto vale. En algunos casos la expresión análisis de los valores se utiliza para referirse únicamente a la función de gradación, mientras que la valoración se considera como un problema separado. Sin embargo, resulta evidente que la elección de valores requiere considerar tanto la categoría de los valores como el grado de atracción de los precios a que pueden ser comprados o vendidos.

Los conceptos de la gradación y valoración tienen, a su vez, diversas subdivisiones. Los rasgos fundamentales de nuestro concepto, con relación a la selección de valores, quedan indicados en el siguiente cuadro: ^{3/}



^{3/} Idem; p. 268-270

4.4 Políticas para formar una cartera de inversión

Resulta conveniente clasificar las políticas de inversión en defensivas y en agresivas. A las primeras pertenecen las que persiguen, como fin primario, mantener al inversionista dentro de unos límites relativamente estrechos en lo que se refiere a la capacidad de exponerse a pérdidas. Se trata de políticas conservadoras cuyo propósito principal es minimizar el riesgo y conseguir estabilidad en la renta o en el capital, además de proporcionar una cifra de renta o la oportunidad de un incremento en el capital que no se contrapongan al propósito fundamental. Las políticas agresivas, en cambio, son exactamente lo contrario. Su finalidad principal es la de proporcionar unos rendimientos financieros relativamente sustanciales al inversionista, ya sea en cuantía del rendimiento o en incremento del capital. Se trata pues, de políticas especulativas que implican asumir los niveles máximos de riesgo de inversión; requieren, por tanto, unos límites más amplios en cuanto a la cifra tolerable de pérdida.

Existe, no obstante, el peligro de una supersimplificación al establecer esta clasificación de las políticas de inversión. En el fútbol, por ejemplo, un equipo se halla a la defensiva o a la ofensiva, es decir, una cosa u otra. Pero

en el terreno de la inversión la distinción no aparece tan clara, concurren en él diferentes niveles de agresividad o defensa y la clasificación solamente cabe establecerla sobre la base de la condición que parece predominar. Otra cosa que procede tener en cuenta cuando dedicamos nuestro pensamiento a la clasificación de las diversas políticas es que un inversionista puede aplicar distintas clases de ellas al mismo tiempo. El futbol es un juego sencillo en el que los partidos se debaten en forma consecutiva pero no simultánea; en cambio, un inversionista se ve obligado a llevar varios juegos (valga el simil) a la vez, de los cuales unos persiguen un fin y otros un objetivo diferente. Una política puede ser agresiva, pero cabe utilizarla en combinación con otra de carácter defensivo para limitar la magnitud del riesgo asumido. De algunas es doble afirmar que persiguen en principio un objetivo pero en ello no obsta para que al mismo tiempo sirvan a otro distinto. Por ejemplo, una política agresiva con relación al riesgo financiero proporciona cierta defensa contra el del poder adquisitivo.

Quando un inversionista se aboca a constituir una cartera de inversión, o a revisar la que ya posee, los primeros problemas con los cuales debe enfrentarse son los de la composición de dicha cartera. ¿Cuáles deben ser las características de los valores a incluir? podemos seguir, con este propósito

y para el desarrollo de las políticas de inversión, la misma norma utilizada en el estudio de los diferentes riesgos y la estructura de los rendimientos de los valores. Existe un problema de política en la aceptación del riesgo financiero, el problema de cual ha de ser el nivel asumido de riesgo en el tipo de interés, el problema del riesgo del poder adquisitivo, y el problema del grado de vendibilidad (bursatilidad del instrumento) y exención tributaria que debe incluirse en la cartera de inversión.

Las políticas utilizadas en la constitución de la cartera quedan influidas, por supuesto, por el nivel de precios que prevalecen en el mercado para las diferentes clases de valores, o por la estructura corriente de los rendimientos de los mismos, en el momento de adopción de aquellas. Sin embargo, los precios y los rendimientos cambian a medida que transcurre el tiempo y tales cambios provocan, con frecuencia nuevos problemas. ¿Se están elevando demasiado los precios de las acciones? ¿Convendría reducir la parte de acciones ordinarias de la cartera?. Estas preguntas son típicas de los problemas de política de segunda categoría, es decir, los de revisar y adaptar la estructura de la cartera a las condiciones cambiantes en el mercado de valores. ^{4/}

^{4/} Idem; p. 567-569

4.5 El riesgo financiero en la constitución de la cartera

Probablemente la pregunta más elemental en la política de inversión sea: ¿Debo adquirir obligaciones o acciones? esta es, en primer lugar, una pregunta acerca del nivel de riesgo financiero que debe asumirse, con la inferencia habitual de que el invertir en obligaciones es una práctica conservadora y el hacerlo en acciones lo es especulativa. No obstante sabemos ahora lo suficiente acerca del riesgo financiero para darnos cuenta de que la respuesta no es una simple elección entre estas dos alternativas generales. En múltiples emisiones existen niveles diversos y ampliamente divergentes de riesgo financiero que no coinciden necesariamente con cualquier clasificación de valores efectuada de acuerdo con su naturaleza legal. El problema es, de hecho, el de decidir la categoría o combinación de categoría de valores que procede adquirir a la luz de la necesidad del inversionista en cuanto a la estabilidad del capital y la renta.

La decisión respecto a la categoría o categorías de los valores no es el único problema de política vinculado al riesgo financiero. La cifra del beneficio o pérdida potenciales para toda una cartera de inversión se halla grandemente influida por la manera en que el riesgo financiero se encuentra distribuido entre las diferentes emisiones.

4.5.1 La categoría de los valores

La política estrictamente defensiva, necesaria cuando el inversionista requiere una renta en moneda altamente estable con escaso riesgo de pérdida del capital, es la que aconseja invertir en obligaciones de categoría superior. La experiencia de los inversionistas en valores de esta clase señala - que cabe confiar en ellos por lo que concierne a producir - una renta regular y a experimentar pocas fluctuaciones en - los precios. Su desventaja, por supuesto, consiste en que - sus rendimientos son prácticamente los más bajos en toda la escala. El hecho de que su precio sea estable significa que existen pocas oportunidades de obtener un beneficio como - consecuencia de una revalorización.

La política de carácter agresivo se caracteriza, en cambio, - por elegir valores de índole especulativa. Por definición, - estos valores pertenecen a emisiones que ofrecen considera - ble incertidumbre respecto a la renta venidera y al valor - futuro del capital. Es obvio que esta clase de política - solamente es factible para los inversionistas que se hallan - en situación de soportar una inestabilidad acusada en el ca - pital y en la renta, pero en compensación les ofrece una -- oportunidad de materializar unos rendimientos financieros - relativamente sustanciales. Los valores de esta clase gene - ralmente pueden adquirirse para que produzcan unos rendimienu

tos más elevados que los de carácter más conservador y, con frecuencia, existe la posibilidad de un incremento de dichos rendimientos en el futuro. Aparte de ello, la inestabilidad del capital ofrece también una oportunidad de lucro, ya que los precios de mercado pueden aumentar considerablemente, hasta llegar al doble o al triple del de compra y cuando esto ocurre el beneficio financiero para el inversionista es apreciable.

Los descritos constituyen casos extremos en las políticas defensiva y agresiva. De todo esto se infiere que el punto en que es dable trazar la línea divisoria entre la política agresiva y defensiva es algo que nadie puede señalar con precisión, lo cual no obsta para que en el pensamiento de los inversionistas profesionales las obligaciones de tipo medio y las acciones preferentes de categoría superior vengán a representar aproximadamente el límite de la política defensiva y que la adquisición de valores más arriesgados que los señalados se considere como una acción a incluir en la política agresiva.

No debe deducirse de todo esto que los valores de una cartera deben ser de igual categoría en cuanto al riesgo financiero. Al contrario, las carteras de la mayoría de inversionistas individuales representan una combinación de valores de

diferentes clases. Pueden hallarse en ellas algunas obligaciones de riesgo escaso, un cierto número de acciones preferentes de riesgo medio y unas cuantas acciones ordinarias de riesgo elevado. La inclusión de valores de diferentes categorías es, con frecuencia, una consecuencia lógica del esfuerzo encaminado a obtener en la renta y en el capital una estabilidad tan elevada como sea necesaria para cubrir las necesidades del inversionista, al mismo tiempo, a alcanzar los máximos rendimientos financieros que las circunstancias permitan. Así, un inversionista puede llegar a la conclusión de que la mayor parte de sus necesidades mínimas en cuanto a la renta pueden quedar satisfechas situando la mitad de sus fondos en obligaciones de la mejor calidad.

Con esta medida se encuentra en condiciones de invertir el resto en valores de riesgo más elevado con el propósito de conseguir un mayor rendimiento y la oportunidad de una revalorización en el precio.

4.5.1.1. Adaptación de la política a las necesidades de Inversión

Para determinar la categoría o categorías de valores que resultan apropiadas en un caso particular debemos meditar sobre la estabilidad de la renta que caracteriza a cada una

de ellas. La estructura de la cartera finalmente elegida - debe ser tal que de la misma quepa esperar, razonablemente - que cubra la necesidad de renta mínima del inversionista - incluso en una época de depresión y que no experimente más - devaluación en el precio que la que el inversionista se halla en condiciones de soportar.

El desarrollo de la política en términos de la categoría de los valores es, en gran parte, una cuestión de corte y ajuste por así decir. Se da comienzo a la labor con una necesidad de renta mínima de inversión y se considera la forma en que los valores de las diferentes categorías, o una combinación de éstas, pueden utilizarse para cubrir dicha necesidad en condiciones económicas relativamente deficientes y, al - mismo tiempo, proporcionar unos rendimientos de inversión - máximos en condiciones favorables. La política que parece - asegurar la renta mínima requerida y, además, ofrecer la - oportunidad más prometedora para llevar a un máximo los rendimientos es, sin duda, la mejor.

Consideremos por ejemplo, una persona que cuenta con - 200'000,000 de pesos para invertirlos en valores y requiere - una renta mínima de inversión de 7'000,000 millones de pesos anuales. La cabe invertir toda la cifra en acciones ordinarias de clase reconocidamente buena para alcanzar un rendi -

miento de 5.5% o sea 11'000,000 de pesos anuales a los tipos corrientes de dividendo. Sin embargo, un descenso de más de un tercio en la cifra total de pagos de dividendos durante una época de depresión vendría a reducir su renta de inversión por debajo del mínimo. A la luz de la experiencia preterita apenas si le es dable permitirse correr el riesgo de que las depresiones futuras se traduzcan en una reducción de más de un tercio en los dividendos de las acciones ordinarias.

Por contra nuestro inversionista puede asegurar su renta mínima de inversión situando la totalidad del dinero de que dispone en obligaciones de categoría superior con un rendimiento promedio del 4.17%. Esto se traducirá en unos 8'340,000 pesos de renta al año. La experiencia Histórica, por lo que se refiere a obligaciones de esta clase, señala que cualquier reducción en la renta en el curso de un periodo de depresión debido a menoscabo en la capacidad financiera de los emisores se hallaría dentro del límite en que el tipo corriente supera la necesidad de renta mínima de inversión. No obstante, la objeción a toda política orientada hacia las obligaciones de categoría superior es que ofrece pocas oportunidades de mejorar la cifra de renta o valor del capital.

Este inversionista puede perfectamente considerar una --

combinación de diferentes categorías de valores en un esfuerzo encaminado a cubrir sus necesidades de renta mínima y, con todo, disponer de una oportunidad para llevar al máximo su rendimiento de inversión. Le cabe, por ejemplo, invertir 100'000,000 en obligaciones de categoría superior al 4.17%-promedio, colocar 50'000,000 en acciones preferentes de buena calidad para rendir un 4.25% en el momento de la compra, y los restantes 50'000,000 emplearlos en acciones ordinarias de firmas sólidas con el fin de alcanzar un rendimiento promedio del 4.5%. Estos importes a los rendimientos señalados proporcionarían una renta anual de 8'545,000. En una época de depresión económica la renta de las obligaciones de categoría superior descendería muy poco, si es que descendiese en absoluto, de la cifra de 4'170,000 anuales; la renta de las acciones preferentes podría quedar reducida en un 15% como máximo, es decir, pasar de 2'125,000 a 1'800,000; y en cuanto a los dividendos de las acciones ordinarias, podría descender en un 50%, o sea de 2'250,000 a 1'125,000, incluso con estos cálculos más bien pesimistas del efecto de la depresión sobre la renta de inversión, esta, para la cartera considerada, excedería la necesidad de renta mínima anual de 7'000,000.

Al mismo tiempo, nuestro inversionista podría gozar de una renta materialmente superior a su necesidad mínima la mayor-

parte del tiempo y contaría con la oportunidad de una revalorización en la cifra del capital invertido en acciones ordinarias.

Quizá resulte conveniente hacer observar que las decisiones finales acerca de las características del riesgo financiero de los valores que deben componer la cartera, no deben adaptarse en este punto del proceso encaminado a formular un programa de inversión. La razón de este proceder cabe hallarla en que estas decisiones con frecuencia se encuentran afectadas por consideraciones encaminadas a cubrir otras necesidades de inversión y, en el resumen final, por la actitud general del inversionista el propósito, pues, en estas deliberaciones iniciales es llegar a una conclusión provisional o de tanteo acerca de las categorías y combinaciones de éstas que resultan adecuadas en función de la necesidad de una estabilidad en la renta y en el capital.

4.5.2 Diversificación del riesgo financiero

Cada obligación o acción de las que integran la cartera de inversión constituye un riesgo financiero separado, cuyo nivel se halla estrechamente vinculado a la categoría. No obstante, cuando consideramos la cartera de inversión como un todo, dicho nivel del riesgo financiero no es necesariamente el mismo que el representado por cada uno de los

individuales. Para toda la cartera el nivel de riesgo financiero viene determinado no solo por la categoría de los valores individuales, sino también por la forma en que el mismo se halla distribuido entre las diversas emisiones. De todo ello se deduce que la distribución del riesgo constituye un problema separado dentro de la política a seguir.

Un inversionista, por ejemplo, decide emplear su dinero en obligaciones mercantiles de categoría media. Para tal fin adquiere 20 emisiones diferentes de dicha categoría, cada una de ellas cuidadosamente elegida por su propio mérito y con el mínimo de relación posible entre si por lo que concierne a los peligros del negocio correspondiente. En otros términos, diversifica sus inversiones. Otro inversionista decide colocar su dinero, también en obligaciones de igual categoría. Sin embargo, este segundo lo sitúa todo en una sola emisión, a la cual considera como una ganga. Sigue, por tanto, una política totalmente opuesta a la de aquel, por lo que concierne a la distribución del riesgo, es decir, la de la concentración.

La diversificación es una política defensiva, ya que tiende a reducir o minimizar el nivel del riesgo financiero representado por toda la cartera de inversión.

La concentración, por contra, constituye una política agresiva, pues tiende a incrementar el riesgo de pérdida o beneficio para la cartera. El primer inversionista en el ejemplo mencionado es probable que experimente una fluctuación mucho - menos intensa en el valor total de sus obligaciones de categoría media, así como en la renta total que el segundo inversionista. Este puede enfrentarse a una experiencia muy favorable y conseguir, como consecuencia de ello, unos rendimientos elevados, pero también es cierta la posibilidad de que - la emisión de obligaciones elegida arroje unos resultados - muy pobres. Se expone, por consiguiente, a un albur considerable.

4.5.2.1 Principios de diversificación

He definido lo que es la diversificación al decir que es la política de distribuir el capital de inversión entre un cierto número de emisiones diferentes de valores, elegidas cuidadosamente por su propio mérito y con el mínimo de relación - entre sí por lo que al peligro de menoscabo de la capacidad financiera de sus emisiones respecta. Esta definición pone de relieve, como es obvio, que existen tres ideas fundamentales en el concepto de la diversificación.

Una de ellas es sencillamente la de distribuir el capital -

entre un número dado de emisiones, de forma que los resultados financieros generales de la cartera de inversión traduzcan el promedio de la experiencia derivada de varias de ellas.

Una segunda idea la tenemos en que las emisiones de valores deben ser elegidas cuidadosamente por su propio mérito individual. Algunas veces se adquieren valores -solo para diversificar-, lo cual generalmente significa que se ha escogido una clase determinada, no porque resulte atrayente y con buenas perspectivas para el futuro, sino porque el inversionista consideró que le convenía contar con algunos de dicha clase para reforzar su política de diversificación. El adquirir un valor que no es de por sí una buena inversión y sólo por razones de diversificación constituye un grave error.

La tercera idea estriba en que las emisiones individuales de valores en una cartera bien diversificada deben representar riesgos diferentes y sin conexión entre sí en la medida en que esto resulte posible. Es evidente que toda empresa comercial se halla expuesta a determinados peligros, a hechos adversos que vienen a reducir sus beneficios, debilitan su posición económica y menoscaban su capacidad financiera. En algunos casos es una clase de peligro, el más grave, mientras

que en otros es distinto. Una buena deversificación requiere que sólo una parte pequeña de la cartera se halle expuesta a un riesgo importante. Mas todavía, los diversos peligros conforme ya hemos señalado anteriormente, deben tener un carácter independiente y desconexo entre sí. Ello equivale a decir que no ha de existir una conexión causal de forma que una tendencia desfavorable en uno se traduzca en una repercusión de índole igual en otro.

4.5.2.2. Métodos de diversificación

Los métodos de diversificación que cabe utilizar son múltiples y, con frecuencia, los mismos se emplean en forma combinada. - Uno de ellos lo tenemos en la distribución de los fondos de inversión entre valores de empresas pertenecientes a diferentes sectores o ramas de actividad. Otro es la inversión en emisiones de empresas mercantiles y organismos gubernamentales.

La deversificación industrial es efectiva debido a que los riesgos son distintos para cada grupo. Es dable la diversificación entre los valores de firmas pertenecientes a una misma rama industrial, puesto que concurren diferencias en las influencias que afectan al éxito financiero de las empresas dedicadas a la misma clase de actividad.

En cuanto a la diversificación entre valores de emisoras privadas y gubernamentales, la misma se basa en la idea de que la capacidad financiera de las empresas comerciales y de los gobiernos se halla afectada, hasta cierto punto, por circunstancias diferentes. La de los gobiernos depende, principalmente de sus posibilidades de percepción de impuestos, antes que de cualquier otro factor, y estas posibilidades pueden hallarse afectadas por circunstancias distintas de las que ejercen un influjo sobre la capacidad financiera de las firmas comerciales.

Sin embargo, resultaría erróneo pensar que puede alcanzarse una separación completa de los riesgos financieros, a la carencia de una conexión causal, simplemente a través de una diversificación de los valores. De hecho, sólo es posible obtener un único nivel de selección, ya que todos los riesgos de inversión guardan una conexión entre si en el sentido de que se hallan afectados por los aconteceres importantes en nuestro sistema económico y social. Todas las industrias se ven influidas por el ciclo comercial y por el desarrollo a largo plazo del país, aún cuando algunas lo acusan a mayor grado que otras. Resulta evidente, por consiguiente, que algunos de los factores que afectan al riesgo financiero tienen carácter omnipresente, son en mayor o menor grado comunes a todos los valores y no es dable evitarlos enteramente por medio de la diversificación. La función de ésta-

conviene destacarlo, es obtener una separación máxima respecto a los riesgos que son peculiares a diferentes sectores industriales y a diversas clases de emisores, o que siendo comunes verían materialmente al pasar de uno a otro.

Cuando la diversificación se comprende en estos términos, - la necesidad de adoptar ciertos cuidados en la selección de los valores para conseguir que aquélla sea buena se hace evidente. Los diferentes riesgos deben no sólo estudiarse cuidadosamente en el terreno individual, sino también diferenciados en términos de las causas potenciales de pérdida.

Esta selección cuidadosa de los riesgos se halla en acusado contraste con la dispersión, es decir, con la distribución de los fondos de inversión entre un número de emisiones de valores elegidos al azar, debiendo añadir que es pura coincidencia cualquier diversificación alcanzada por este último sistema.

4.5.2.3 El efecto de la diversificación

He dicho anteriormente que la diversificación no es más que una política defensiva para hacer frente al riesgo financiero por cuanto reduce la magnitud de la fluctuación probable en la cifra global de la renta producida por una cartera y en

el valor total de mercado del capital. Evaluemos ahora este enunciado con mayor detenimiento. La idea básica consiste en que entre un número de riesgos remotamente vinculados entre sí solamente es probable que unos pocos den lugar a unos resultados favorables quizá compensen de sobra los adversos.

Por ejemplo, una obligación de categoría media puede descender 50 puntos en su precio en el transcurso de un año, es decir, pasar de 100 a 50. Si se diera la circunstancia de que éste fuese el único valor poseído por el inversionista, es evidente que sufrirá una depreciación igual a la mitad de la cifra invertida, y que si debiera venderlo perdería el 50% de su capital. En cambio, si posee 20 obligaciones de categoría media bien diversificadas, es muy improbable que todas ellas desciendan 50 puntos en su cotización, incluso en un año de tendencias generalmente desfavorables en los precios de mercado. Algunas es probable que descendiesen sustancialmente, otras solo en forma moderada y una o dos quizá viesan subir su cotización, pero es evidente que el descenso en el valor de mercado del grupo, considerado en conjunto, de 20 emisiones, sería muy inferior al de la emisión que más adversamente se hubiere visto afectada.

La misma idea cabe aplicarla a la probabilidad de la fluctuación en la renta de inversión. Si un inversionista posee

obligaciones de una sola emisión y quien las ha emitido deja de pagar intereses, es obvio que la renta se esfuma. Por lo contrario, si el inversionista posee títulos de 20 emisiones distintas y el emisor de una de ellas deja de pagar intereses, la renta solo desciende en forma escasa.

Existe, algunas veces, la tendencia a exagerar las virtudes de la diversificación y a estimar que la misma constituye una cura milagrosa para el problema del riesgo financiero. Así, muchos inversionistas en las clases más especulativas han nacionalizado su especulación sobre la base de que sus valores estaban diversificados, pero es importante no olvidar que la diversificación entre títulos de una categoría dada no hará más que proporcionar el grado de estabilidad del capital y de la renta que caracterice al promedio de esta categoría de riesgo financiero. Una cartera de acciones ordinarias, por muy diversificada que esté, fluctuará ampliamente en valor de mercado y en la cifra de renta que produzca. La diversificación proporciona al inversionista, en el mejor de los casos, la experiencia promedio de una clase determinada de valores en contraposición a la variación mucho más amplia que con relación a la experiencia cabe derivar de una sola emisión de esta categoría. Constituye un grave error el creer que, por medio de la diversificación, los riesgos financieros propios de la inversión en acciones

ordinarias pueden reducirse al nivel típico de las obligaciones de categoría superior.

Otra idea equivocada es la que supone que resulta necesario distribuir los fondos de inversión entre un elevado número de emisiones para alcanzar diversificación. En teoría, cuanto mayor sea el número de emisiones que representen riesgos relativamente independientes, tanto mejor. Sin embargo, desde un punto de vista práctico, la extensión de la diversificación efectiva se halla limitada por la labor de selección y supervisión de las emisiones individuales. Por dicha razón resulta mejor para un inversionista contar con 10 ó 20 emisiones distintas, cuidadosamente seleccionadas y constantemente observadas, que poseer 100 a las que por falta de tiempo o capacidad, no pueda evaluar debidamente y supervisar en forma efectiva.

Con carácter incidental señalemos que la diversificación no cuesta nada, por lo que respecta al tipo de rendimiento, en el momento de proceder a la adquisición de los valores. Si se invierten 100'000,000 de pesos en acciones preferentes de categoría superior en una época en que el rendimiento dominante en el mercado es del 4.5%, obtendremos inicialmente, un rendimiento de alrededor de un 4.5%, tanto si la compra se limita a una sola emisión como si se hace extensiva a

veinte. La diferencia se halla en la cuantía de la probable variación futura de la renta por modificación de este tipo, y la variación en el valor de mercado con relación al precio de adquisición.

4.5.3 Concentración del Riesgo

Así como la diversificación es una política defensiva, la concentración del riesgo es agresiva. Esta última significa seleccionar una o muy pocas emisiones de valores e invertir cantidades importantes en ellas. El objetivo no es, sencillamente, dar forma práctica a la experiencia promedio para la clase de valor elegido, sino obtener unos resultados superior escogiendo el riesgo que ofrezca posibilidades de desarrollarse en un sentido más favorable en el futuro. Si esta política alcanza el éxito, proporciona entonces unos rendimientos financieros mayores que los conseguidos a través de la diversificación. Si, por el contrario, fracasa la pérdida también es sustancial. ^{5/}

4.6 La Administración de la Cartera de Inversión

Considerando la forma de ser de la naturaleza humana, resulta

^{5/} Idem; p. 569-581

difícil, para la mayoría de los inversionistas, permanecer -
quietos y no hacer nada mientras los precios de mercado suben
y bajan. Como consecuencia de ello, si le es dable el esti-
mar correctamente el movimiento futuro de los precios, le -
resultará posible alcanzar un beneficio o evitar una pérdida.
Casi todos los que profesionalmente se relacionan, en un -
sentido u otro, con la cuestión de los valores, desde el -
agente de cambio y bolsa al banquero comercial, cuentan con
una opinión sobre este extremo, debiendo señalar que existe-
un elevado número de estímulos psicológicos que llevan a tra-
tar de conseguir beneficios a través de la compra-venta anti-
cipándose a unos cambios futuros en los precios de los valo-
res.

Muchos inversionistas se encuentran en situación de cambiar-
la composición de sus carteras dentro de unos límites amplios
y en forma tal que les es dable tratar de conseguir un bene-
ficio apoyándose en cualquier cambio previsible en las coti-
zaciones.

Por consiguiente, no resulta sorprendente el que tanto los -
inversionistas como los consejeros de inversión hallan dedi-
cado una buena parte de su tiempo y de su esfuerzo a encon-
trar medios de alcanzar beneficios a través de las fluctua-
ciones. A este respecto algunos expertos sostienen que es -

inexcusable el ignorar las oportunidades de alcanzar un lucro y que el único camino inteligente es el "graduar" las compras y las ventas con vistas a unos cambios futuros probables en los precios, que los beneficios derivados de las fluctuaciones en el mercado son una fuente tan legítima de rendimiento para el inversionista como la renta ordinaria, y que solo - alcanzando algunas ganancias a consecuencia de lo indicado - puede un inversionista recuperar las pérdidas de capital que haya experimentado al no rendir las emisiones individuales - lo esperado.

Son innumerables las variantes que existen en la política en caminada a obtener beneficio a causa de las fluctuaciones en los precios. Algunas son cautelosas, con lo que no arriesgan demasiado y tampoco aspiran a mucho. Otras, por el contrario, son totalmente especulativas y su finalidad es conseguir elevados beneficios exponiendo, a tal fin, la casi totalidad del capital invertido.

4.6.1 Reajuste de la cartera en previsión de cambios en los Precios.

Entre las políticas más modestas para la consecución de un - beneficio a través de las fluctuaciones en el precio de - mercado se encuentran las que revisan la estructura de las

carteras de valores en diversas formas, con objeto de alcanzar beneficios de inversión sobre la base de una estimación de cambios futuros en las cotizaciones, por lo común de naturaleza cíclica, o por lo menos, minimizar las pérdidas que pueden derivarse de dichos cambios. Se trata, como ya hemos señalado, de políticas modestas. Operan dentro de cualquier concepto de política que haya sido adoptado para la estructura de una cartera de valores y tan sólo implican una modificación de dicha estructura de vez en cuando.

Tal como se ha visto en nuestro estudio de las características de inversión de los valores, son varias las influencias importantes sobre los precios de mercado. Por ello, una clase de política para la revisión de la cartera es la de -- reconsiderar la proporción de valores de riesgo financiero -- elevado con anticipación a cualquier movimiento cíclico de los precios para los títulos de esta categoría.

Las fluctuaciones cíclicas de los negocios, así como las -- diversas políticas adoptadas por las autoridades monetarias, afectan los tipos de interés y, por ende, las cotizaciones -- de aquellos valores que representan los niveles máximos de -- riesgo en cuanto a dichos tipos. Por ello, el beneficio -- derivado de cambios de esta clase puede materializarse incrementando la proporción de tales valores cuando se prevea una

elevación en los precios de mercado causados por un descenso cíclico en tipos de interés y operando en la dirección opuesta cuando se espera que se produzca una elevación en estos últimos.

Una tercera influencia importante sobre las cotizaciones de los valores la tenemos en el cambio experimentado por los precios de los bienes y servicios. Una política moderadamente agresiva en este terreno sería la de derivar parte de una cartera de inversiones que se beneficiase cuando se espera que se produzca un hecho inflacionista especialmente pronunciado y derivaría en el sentido opuesto cuando la previsión es de que tendrá lugar una deflación en los precios.

4.6.1.1. Reajuste por influencias cíclicas sobre los valores de riesgo financiero

La política de reajuste de la cartera de valores que más ampliamente se aplica, es la de incrementar la proporción de acciones ordinarias o de otros títulos de categoría relativamente baja cuando las perspectivas operacionales aparecen favorables y los precios de mercado para los valores de espera que se eleven bajo la influencia de unos beneficios superiores y de una confianza más acentuada en el inversionista. Cuando la fase ascendente del ciclo comercial ha llegado a

su punto máximo, procede vender algunos de los valores de categoría inferior, obtener un beneficio dado y el producto reinvertirlo en títulos de clase superior, anticipándose de esta forma a una recesión en la actividad comercial y por tanto a un descenso en los precios de los primeros.

Esta política de alteración de la estructura de la cartera para beneficiarse de las obligaciones presuntas y favorables en los precios y evitar la depreciación cuando surgen tendencias descendentes, puede aplicarse siempre que existan diferencias acusadas en la categoría de los valores que componen una cartera. Si esta se ve integrada totalmente por obligaciones, por ejemplo, cabe establecer una transferencia entre las de categoría superior y las de nivel medio. Si la cartera esta compuesta enteramente de acciones ordinarias, le cabe incrementar la proporción de los reconocidamente estables en precios y dividendos en los momentos punta de un ciclo comercial y hacer lo propio con las de indole más volátil en la fase depresiva. Asimismo, si esta se integra por tres o más categorías de valores, es doble cambiar, de acuerdo con el movimiento cíclico previsto en los precios, la proporción correspondiente a cada una de ellas. Muchas carteras se componen de obligaciones de categoría superior o media, de acciones preferentes y de

acciones de riesgo elevado. La política de reajuste cíclico para una cartera de esta índole sería la de incrementar el porcentaje de los valores de riesgo medio y elevado y reducir la proporción de las obligaciones de categoría superior cuando se espera que la fase siguiente del ciclo comercial muestre tendencias alcistas. En cambio, cuando se estima que se producirá una recesión, el cambio o transferencia debe establecerse en el sentido de adquirir mayor número de las segundas.

Cuando los cambios en la proporción no son considerables y se llevan a efecto en el curso de un plazo dado de tiempo, esta política puede no requerir un excesivo movimiento de compra o de venta de valores. En la administración de una cartera típica se dispone, de vez en cuando, de fondos para inversión como resultado de la redención de las obligaciones y acciones preferentes. Por consiguiente, los cambios en la composición de la cartera pueden efectuarse prestando una orientación determinada a estos fondos. Así, si la época es de depresión en los precios de las acciones y la política es de aumentar el porcentaje de aquellas, cabe destinar el dinero disponible enteramente a la compra de acciones. En cambio, cuando la fase de prosperidad tiene lugar en el mercado de acciones y la política es la de elevar el porcentaje defensivo, todo el dinero de que es dable disponer puede

utilizarse para la compra de obligaciones de categoría superior.

Esta política de modificar la composición de una cartera por categorías de valores incrementará los rendimientos de la inversión cuando la misma se efectúe con éxito. Señalemos-- que son generalmente los valores de categoría inferior los que experimentan la mayor revalorización en su precio durante cualquier período de mejora en el ciclo comercial. De ello se infiere, que si los valores de categoría inferior se venden en un momento próximo a la cima o instante álgido del movimiento cíclico de los precios, se consigue un beneficio, el cual, en el período descendente, queda protegido y la devaluación en el precio minimizada al aplicar el producto de la referida venta a aumentar la parte de la cartera integrada por títulos de tipo superior.

Por lo que se refiere a la renta de inversión, ésta tiende a verse beneficiada de un modo igual. Se adquieren más valores de categoría inferior cuando los precios de mercado se hallan a un nivel bajo, con lo que los rendimientos son relativamente elevados, a medida que la cuantía de los pagos de renta se incrementan durante la fase ascendente del ciclo comercial. La derivación hacia valores de categoría superior al aproximarse al nivel máximo del movimiento de precios

generalmente implica un sacrificio inmediato de rendimiento, dado que los de tipo inferior que se han vendido rendirían, - por lo común, algo más que los que se han adquirido. Sin - embargo, los de categoría superior proporcionan una renta - más estable, y posiblemente más elevada, durante la fase - descendente del ciclo comercial.

Por otra parte, este esfuerzo encaminado a transformar en - máximos los rendimientos de la inversión, anticipándose para ello a la tendencia de los precios de mercado, incrementa el riesgo de pérdida para el inversionista. El riesgo en este caso consiste en que el movimiento cíclico de las cotizaciones no se desarrolle en el sentido previsto.

El éxito de la política de reajustar cíclicamente los porcentajes de valores en diferentes categorías de riesgo financiero depende de la capacidad del inversionista para predecir, - con cierto margen de exactitud, el movimiento de las cotizaciones en el curso de uno o varios meses venideros. Esto no es, desde luego, una labor fácil. Dado que la recompensa, - si se consigue el éxito, es considerable, resulta explicable que a este problema se le dedique un esfuerzo muy amplio por parte de los que pertenecen a los círculos financieros. No obstante, los resultados de su esfuerzo con frecuencia dejan mucho que desear.

Existen muchos enfoques al problema de predecir los precios de las acciones, pero las personas que solamente se hallan interesadas en la modesta especulación representada por un cambio en la estructura del riesgo financiero de sus carteras, generalmente razonan apoyándose en el ciclo comercial para llegar al de la cotización de los valores.

Tal relación resulta lógica, dado que los cambios en las condiciones comerciales afectan, en general, la cuantía de los beneficios y dividendos de las diferentes empresas mercantiles. El factor complementario que ejerce un influjo sobre las fluctuaciones en el precio de las acciones es la alteración en la psicología o espíritu de confianza del inversionista.

Si desea usted ser su propio economista, se encontrará una gran variedad de datos estadísticos que señalan las tendencias pretéritas y el desarrollo actual de la economía. a este respecto existen cifras que periódicamente indican el producto bruto nacional, el volúmen de producción industrial, la cuantía de las ventas al por menor, la inversión efectuada por la industria en la adquisición de maquinaria e instalaciones, el valor de los préstamos bancarios, el nivel de los precios de los artículos de consumo y muchas otras fases de la actividad económica. El problema, como es lógico, consiste en derivar de un historial pretérito lo que el futuro nos reserva.

Algunas veces, la predicción parece engañosamente sencilla.- Si estudia usted con un cierto grado de aplicación la escena que ofrece el mundo contemporáneo de los negocios, puede - llegar a una conclusión acerca de la fase actual del ciclo - comercial, es decir, le cabe decidir, con cierta confianza, - que dicho ciclo se halla en un momento de recuperación, un - período de prosperidad, o un instante de recesión. Sin - embargo, permanece en pie la cuestión de la duración y magni - tud del movimiento cíclico presente. Si se está en un momen - to de recuperación, ¿Cuánto tiempo durara el mismo y hasta - donde llegará?. Estas son, pues, las preguntas importantes y realmente difíciles de contestar. No obstante, la mayoría de los inversionistas no son sus propios economistas. - Confían, principalmente, en las opiniones públicas o confi - dencialmente comunicadas de otros que gozan de la fama de - ser expertos en tales asuntos.

La política de modificar de vez en cuando las proporciones - de las diferentes categorías de valores en una cartera, en un esfuerzo encaminado a aprovecharse de las fluctuaciones - cíclicas en las cotizaciones, es solo moderadamente agresiva. Muchos adeptos de la misma se consideran así mismos inversio - nistas conservadores y justifican sus revisiones de la carte - ra como un ejercicio de buen criterio y prudencia a la luz - de unas circunstancias que presumen tendran lugar en los -

mercados de valores. La recompensa, si se consigue el éxito es moderada, y el castigo, en el caso de un fracaso, también lo es.

El problema fundamental, pues, es prever la tendencia futura de los precios en el mercado. Es evidente, sin embargo, que esta política solamente resulta conveniente para los inversionistas que en la previsión de tendencias consideran que es mayor el número de veces que tienen razón que el de las que están equivocados. Esto implica, naturalmente, contar con una capacidad superior al promedio en la administración de las inversiones. También implica una calidad temperamental caracterizada por una cierta vehemencia en la consecución de unos resultados de inversión algo mejores que el promedio la voluntad de trabajar de firme, y una predilección por esta clase de actividad. Admitidas estas calificaciones, cualquier política de revisión cíclica tendrá que ser adaptada a las circunstancias financieras del inversionista que haga uso de ella.

4.6.1.2. Reajuste para las influencias cíclicas sobre los valores del riesgo del tipo de interés.

Hemos visto anteriormente que las fluctuaciones del ciclo comercial constituyen una influencia importante sobre los

tipos de interés y que los cambios experimentados por éstos - afectan a los precios de mercado para los valores, en particular los de categoría superior. Los esfuerzos para beneficiarse de los cambios en los precios en el sector de los valores de categoría superior se basan en el principio de que las alteraciones en los tipos de interés ejercen un efecto mayor sobre las cotizaciones de las obligaciones a largo plazo que sobre las de las que vencen en plazo breve. El método consiste en incrementar la parte de la cartera que se - halla invertida en vencimientos más dilatados cuando se - prevé un descenso en los tipos de interés y hacer lo propio con la de vencimientos a corto plazo cuando la previsión es de aumento.

Cerca del punto algado de un ciclo comercial, por ejemplo,-- los tipos de interés son relativamente elevados, al paso que los precios de mercado para las obligaciones -en especial - las de vencimiento alejado- son bajos. Si se considera que se va a producir una recesión en los negocios, puede tratarse de conseguir un beneficio modesto invirtiendo un porcentaje de la cartera lo más elevado que las circunstancias permitan en emisiones a largo plazo. Si su programa es correcto, es probable que la recesión dé lugar a unos tipos de interés - más bajos y a unos precios más elevados para sus obligaciones a largo plazo. Hacia el término de la recesión, cuando los-

tipos de interés se encuentran en su nivel más bajo y los precios de las obligaciones en su cifra más elevada, le cabrá vender los vencimientos alejados (o una parte de ellos) y obtener un beneficio. Con ello, la devaluación en el precio que resultaría de este cambio en el mercado del dinero quedaría minimizada, ya que las emisiones a corto plazo serían las que experimentarían los descensos menores en su cotización. Subsecuentemente, cuando la elevación en los tipos de interés ha llegado casi a la cima, los fondos procedentes de la liquidación o redención de emisiones a corto plazo pueden emplearse para la readquisición de las emisiones a largo plazo a precios más bajos y, por tanto, a rendimientos más elevados.

Obviamente, los beneficios alcanzados con esta clase de política no pueden ser muy elevados, o la mejora en el rendimiento no muy sustancial, debido a la relativamente escasa magnitud de la fluctuación en los precios de las obligaciones de categoría superior. Sin embargo, en una cartera que necesariamente proporciona una renta baja, incluso un pequeño incremento en el rendimiento financiero es bien acogido. Cuando la estimación de los cambios futuros en los tipos de interés resulta inexacta, las pérdidas tienden también a ser pequeñas, pero no debemos descuidar el hecho de que el cambio en la estructura de vencimientos de la cartera en previsión-

de alteraciones en los tipos de interés incrementa el riesgo de pérdida.

La predicción de los tipos de interés es más difícil que la de fijar por anticipado la orientación del mercado de valores. Requiere, en todo, no solo una estimación correcta del desarrollo del ciclo comercial en cuanto afecta a la demanda de crédito y capital, sino también la estimación de las políticas del Banco Central (Banco de México) por lo que se refiere al influjo ejercido sobre las disponibilidades y coste del crédito.

Algunos administradores profesionales de inversión, y en especial los que se hallan al servicio de instituciones financieras que cuentan con importantes carteras de obligaciones de categoría superior, se mantienen fieles con regularidad a la política de ajustar los vencimientos de sus obligaciones en función de sus estimaciones sobre el curso futuro de los tipos de interés. Esta política parece totalmente apropiada para las personas susceptibles de observar y de interpretar adecuadamente los diversos hechos en la escena comercial y financiera, con tal que las proporciones de los vencimientos a largo plazo se hallen siempre dentro de las posibilidades del inversionista para tolerar las fluctuaciones del precio del mercado y que la derivación a vencimientos más breves se

encuentre dentro de los límites de una necesidad de contar con una renta de inversión estable.

4.6.1.3. Reajuste en previsión de cambios en el nivel general de precios.

Puede parecer que esta misma idea de modificar los porcentajes de una cartera de valores en previsión de hechos futuros quepa utilizarla, asimismo, para obtener un beneficio a causa de los cambios cíclicos en el nivel general de precios para los artículos de consumo y los servicios. El supuesto es que el nivel de precios tiende a elevarse en la fase de expansión del ciclo comercial y a descender en el período de recesión. Así, cabe incrementar la proporción de valores, en especial de acciones ordinarias, que serán las que se beneficiarán particularmente a causa de la elevación en los precios de los artículos de consumo, cuando se espera que se produzca un aumento cíclico en los negocios y luego pasar de las acciones a las obligaciones de categoría superior en previsión de una recesión. A este respecto subrayamos que el retener obligaciones de categoría superior en una época en que el costo de la vida asciende, proporciona un incremento en el poder adquisitivo del inversionista.

La dificultad en aplicar dicha política reside en la carencia

de una correlación entre el ciclo comercial y el nivel de precios, por cuya razón cualquier relación que a tal fin se fije no cuenta con la suficiente garantía. Así se explica el que existan, algunas veces períodos de expansión cíclica en los negocios durante los cuales el nivel de precios permanece perfectamente estable.

La única clase de predicción de un cambio en el nivel de precios que por sí misma parecería justificar una modificación en la cartera de valores como medio de llevar a un máximo los rendimientos de inversión, es la inherente a una inflación muy acentuada o a una deflación muy acusada que se derivasen primariamente de causas que no son las del ciclo comercial. Por ejemplo, una declaración de guerra, el hacerse cargo del poder un partido político caracterizados por su tendencia a la aplicación de políticas económicas inflacionarias sería también otra razón. En cambio, los períodos de deflación sustancial y sostenida en los precios han sido tan raros en la historia reciente que resulta difícil imaginar una situación en la cual se pueda predecir, pero es obvio que existe la posibilidad, siquiera remota, de un hecho que venga a presagiar un descenso en el nivel de los precios.

La política agresiva, ante la perspectiva de un período de inflación poco corriente en los precios, sería la que se

inclina hacia lo que anteriormente hemos denominado acciones "Superinflacionistas". De estas emisiones se espera que incrementen su valor de mercado, así como su renta en un porcentaje mayor que el correspondiente a la elevación en el nivel de los precios. Gracias a ello el poder adquisitivo del capital y de la renta quedaría aumentado. Por el contrario, la posibilidad de una grave deflación en los precios vendría a señalar un incremento en la proporción de los valores de renta fija y categoría superior que pueden proporcionar un capital y una renta relativamente estables, así como un incremento en su poder adquisitivo a medida que el nivel de los precios desciende.

El predecir circunstancias poco corrientes en el movimiento del nivel de precios es, probablemente la más difícil de las labores por cuanto tales circunstancias son, primeramente un producto de hechos políticos antes que económicos.

4.6.2 La compra-venta de valores en función de las fluctuaciones del mercado general.

En el sector claramente especulativo dentro de las políticas encaminadas a sacar provecho de unos cambios futuros en la cotizaciones, se halla la de compra y venta de valores con el propósito de beneficiarse de las fluctuaciones habidas en

el mercado general. Al decir compra-venta, nos referimos, sencillamente, comprar y vender sin ninguna connotación particular respecto al plazo transcurrido entre las operaciones o con relación a la clase de valores objeto de transacción, una idea de compra-venta es la de incrementar los rendimientos de la inversión alcanzando para ello un beneficio en las transacciones. Por dicho motivo cabe afirmar que el énfasis se centra, en forma clara, sobre los aumentos de capital - antes que en la renta de inversión, y también se explica el que, por lo común, quien elige el sistema trate de anticiparse a los cambios en los precios de las categorías generales de los valores antes que a las fluctuaciones particulares - experimentadas por las emisiones individuales.

La política de compra-venta, por lo que concierne a preveer los cambios en los precios, difiere básicamente de la de modificar la composición de una cartera de valores en el sentido de que omite, en buena parte o en su totalidad, cualquier norma preconcebida. Al contrario, la cartera puede cambiarse radicalmente de una posición a otra tomando únicamente en consideración la fluctuación presunta de los precios de mercado.

Son muchas las variantes que existen de esta política de compra-venta y cualquier clase de valores pueden constituir-

el medio para su aplicación. Además, el que se dedica a esta clase de transacciones puede tomarse cualquier plazo de tiempo para completarla. Algunos profesionales operan sobre una base de horas o de días, esperando que unas acciones adquiridas por la mañana puedan ser vendidas con beneficio antes del cierre de la sesión o en el curso de la siguiente. Otros tratan de aprovecharse de las oscilaciones intermedias del mercado, oscilaciones que pueden tener una duración de unas pocas semanas o unos cuantos meses. Y todavía otros se esfuerzan para beneficiarse de los cambios cíclicos importantes en los precios de las acciones; su objeto, por consiguiente, es comprar cerca del mínimo y vender cerca del máximo dentro del ciclo seguido por los precios de las acciones. 6/

6/ Idem; p. 635-651

CONCLUSIONES

Como hemos podido apreciar, la actividad de las inversiones surge, en todo momento, como una necesidad. Primero, empirica e informalmente, posteriormente las propias necesidades y el crecimiento de la actividad económica sugieren buscar los mecanismos mediante los cuales se puedan regular las operaciones hasta que por fin, como ahora, se pueda contar con un organismo formal y debidamente estructurado (en la Bolsa Mexicana de Valores), con el afán de promover y crear nuevos productos financiero-bursátiles e intervenir en las operaciones efectuadas con los instrumentos vigentes dentro de sus dos grandes sectores, el Mercado de Dinero en donde la actividad crediticia es de corto plazo, o bien, el Mercado de Capitales conformado por la oferta y demanda de recursos a medio y largo plazo.

A partir de los 70's el Mercado de Valores de nuestro país ha empezado a cobrar gran importancia y actualmente se encuentra en etapa de desarrollo, para ello las autoridades (SHCP, B de M, entre otros) han tomado en serio su papel, ya que, además de dictar medidas en su apoyo directo, han participado de él y en él como nunca antes lo habían hecho. Caso concreto la emisión de Petrobonos y Cetes.

Sin embargo, debo hacer énfasis que, la Bolsa como tal, no es una simple alternativa para la formación de capitales de riesgo, sino que, debería ser, el mecanismo que posibilite e impulse

el desarrollo equilibrado y sostenido de la economía.

A la fecha, el mercado enfrenta un estancamiento en su dinámica experimentada hasta el tercer trimestre de 1987, como consecuencia del Boom ocurrido a finales del mismo año, sintoma inequívoco de la inseguridad con que se han manejado y orientado los recursos y transacciones del público inversionista.

No obstante que (sobre la inversión en Bolsa), se ha dicho, es un juego, la experiencia nos indica que se deben revisar, analizar y actualizar nuestras políticas y métodos sobre el manejo de fondos.

El ejecutivo a cargo del manejo de la tesorería de una empresa no debe limitarse con realizar sólo funciones de simple cajero, debe ser un auténtico y eficiente Administrador del efectivo y, toda función de Administración tiene dos corrientes interrelacionadas:

- Planeación (formulación de objetivos y métodos...)
- Control (revisión, comparación de resultados contra previsiones).

Un Administrador deberá estar plenamente al corriente de los planes y políticas del Consejo de Administración, para que sus proposiciones sean orientadas correctamente.

Es esta una tarea, no sencilla por supuesto, pero indispensable, que el Administrador Financiero debe hacer por sí mismo. En

todo caso, es necesario hacer notar la necesidad de que todo Administrador tome en cuenta el objetivo de productividad de los recursos, buscando siempre la alternativa que mejor logre el balance entre riesgo y rendimiento, respetando para ello, las políticas de inversión establecidas. Así también, tiene como obligación, el encontrar y recomendar nuevas y más atractivas posibilidades para el empleo de los recursos, por lo que, su labor se vuelve aun más compleja e interesante, teniendo para ello, que participar activamente en todas las variables económicas, de donde se desprende el análisis de las inversiones, lo que significa, de entrada, la aplicación de técnicas que le permitan disciplinadamente pronósticar la tendencia inflacionaria para la planeación de las inversiones en el largo, medio y corto plazo (vease capítulo IV).

Para el pronóstico en el largo plazo, el Administrador debe aplicar sus conocimientos autodisciplinadamente al análisis del comportamiento del ciclo económico, de cuyo factor se desprende, básicamente, la producción industrial como el indicador principal, de donde se derivan fenómenos tales como la sub o sobrecapacidad productiva, desempleo, altas o bajas tasas de interés, conforme al comportamiento del ciclo o el grado de inflación preponderante en el sistema económico nacional.

En el mediano plazo, normalmente, se deben considerar, tres indicadores básicos, que permitan optimizar su papel dentro de la empresa.

Por una parte, el déficit de las finanzas públicas en relación porcentual con el PIB, por otro lado, el aumento del circulante y, por último el comportamiento de los salarios mínimos, mismos que influyen de manera directa en el proceso inflacionario y por ende en el sistema financiero.

Sin embargo, la inminente e intolerable inflación por la que atraviesa nuestro país nos obliga a ser cada vez más acertados. Dentro de esta secuencia, el Administrador, debe contar con la su suficiente capacidad y conocimientos necesarios que sobre aspectos económico-financieros se requieren, para observar y distinguir, primero, y dentro de todo el ciclo económico, los elementos que en el intervienen, como son, la inflación y las tasas de interés y, segundo, como interactúan con los indicadores del PIB y de producción industrial, teniendo como objetivo principal, el de poder llegar a pronósticar con cierta precisión la tendencia de las tasas de inflación y de interés (vease capítulo II).

Como Administrador de las inversiones y, para poder cumplir satisfactoriamente nuestra función, nada sencilla por cierto, es preciso saber manejar oportunamente el comportamiento de cada uno de los factores antes mencionados, que forman parte de la política gubernamental y que influyen de manera decisiva en los resultados de tan delicada actividad.

Es fundamental el poder anticiparse a los fenómenos y procesos internos y externos del país para adecuar sus políticas y orientarlas de manera racional.

Esta tarea, ahora y desde diciembre de 1987, se podría decir, va un tanto favorecida con la concertación del Pacto de Solidaridad Económica, de cuyo objetivo, se deriva, el control de la inflación, sobre la cual gira el análisis de las inversiones.

El pacto funciona, de manera tal, que todos los instrumentos de la política económica van encaminados a reducir la inflación. Disminuye el déficit público, aumenta el superávit del gobierno, crecen las reservas monetarias, se estabiliza el tipo de cambio, se descarta una posible devaluación y bajan las tasas de interés, etc., esto, de alguna manera, contribuye a frenar y disminuir el ritmo de la inflación. Sin embargo, no por ello, se deben descuidar estos aspectos.

Una vez cumplido tan importante prerrequisito, el panorama es claro y, las condiciones propicias para elegir la alternativa que mejor logre el balance entre riesgo y rendimiento.

Al realizar una ojeada retrospectiva a las características de los diversos tipos de inversión y, al fluir de los distintos capítulos y su interrelación emerge, sin embargo, como la premisa sobre la cual descansa el presente trabajo "El Mercado de Dinero como el medio que permite y coadyuva al cumplimiento de los objetivos de la función financiera de las inversiones".

Ahora bien, ha quedado suficiente y ampliamente demostrado, y se ha cumplido con la hipótesis de trabajo, dado que este mercado desde su nacimiento (con los CETES) experimenta un alto grado de participación dentro de la operatividad total del Mercado de

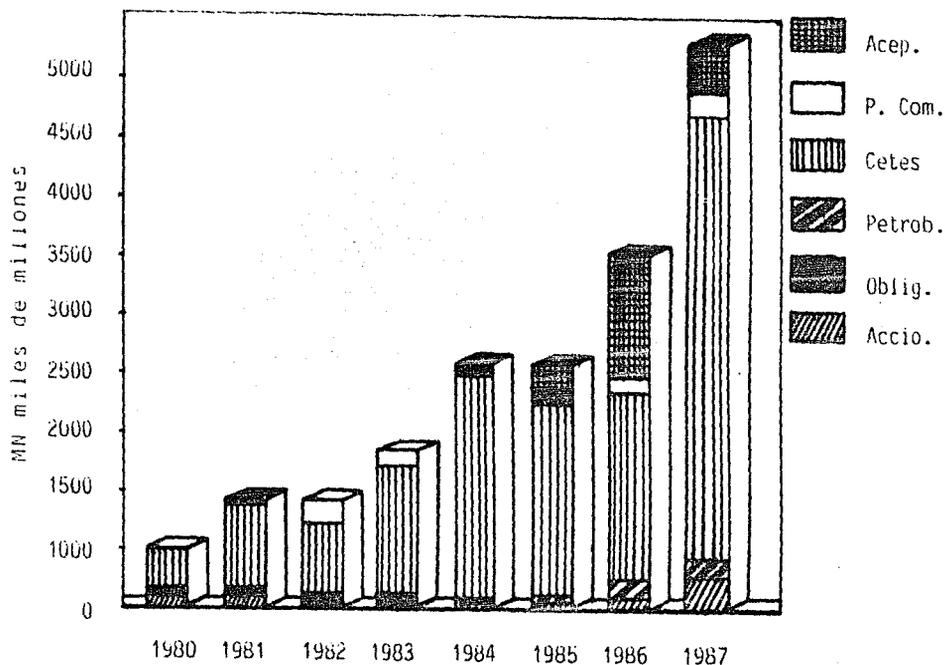
Valores como se aprecia en las gráficas (1, 1-A y 1-B).

Una mirada más cercana a la estructura del Mercado de Dinero vuelve a dar cuenta de la liquidez tan grande que tienen los depósitos, de cada peso manejado por los bancos, sólo 17 centavos están depositados a un plazo superior a los tres meses. La mayor parte de la captación (67%) se ubica en el pagaré a un mes.

Con respecto al mercado de instrumentos no bancarios, como CETES, PAGAFES, PAPEL COMERCIAL, etc., encontramos un dominio absoluto de los instrumentos a muy corto plazo, pues, la suma de CETES y PAPEL COMERCIAL que son los instrumentos más líquidos del mercado, registran poco más de 27 billones de pesos de estos instrumentos en poder del público inversionista (Banco de México, abril de 1988), ver gráficas (2, 2-1).

Que significa todo esto, sino la gran liquidez con que, en estos tiempos, cuenta nuestro Sistema Financiero, lo que, sin lugar a dudas, favorece las operaciones de inversión y, permite además, el óptimo cumplimiento de los planes y las políticas fijadas por la organización.

Gráfica 1.- Comportamiento del mercado por instrumentos (B.M. de V.)



Contra el Cete (y en menor grado el Papel Comercial y las Aceptaciones Bancarias, todos instrumentos del llamado Mercado de Dinero), las Acciones, el instrumento más antiguo de la Bolsa, han desempeñado un papel menor. A pesar de un auge en el mercado accionario durante los años 1983 a 1987, las operaciones en acciones, que representaban 15% de las operaciones totales en 1980, representaron sólo 7% de las operaciones bursátiles totales en el año de 1987, a su vez, se ha visto una relativa disminución en la participación de otros instrumentos de inversión a largo plazo en las operaciones bursátiles.

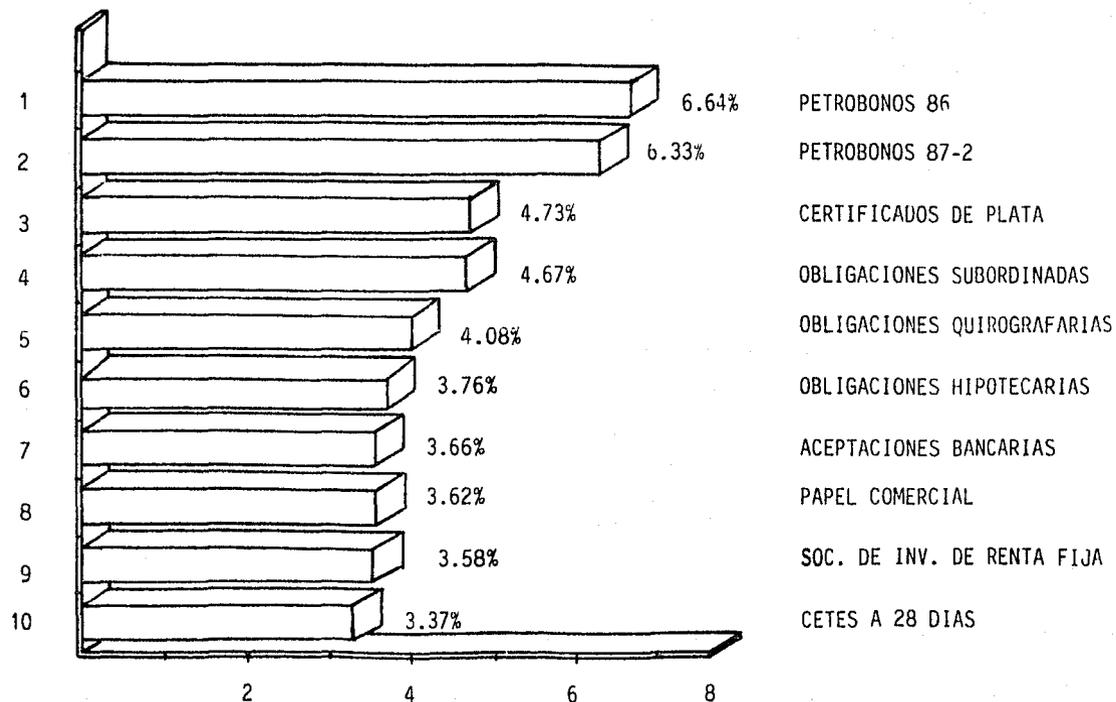
Cuadro 1 - A.- Operaciones por instrumento. (B. M. de V.)

(Millones de pesos)			
Mercado de capitales	1985	1986	1987
Acciones	606,106	2'349,694	21'436,504
Sociedades de inversión	524,829	1'351,184	1'588,324
Obligaciones	157,622	535,136	702,541
Obligaciones subordinadas	-	-	516,022
Petrobonos	684,465	2'432,630	3'389,976
Bib's	84,735	118,857	94,425
Bonos bancarios	98	212	976
Bonos de renovación	-	-	5,328
Total de capitales	2'057,854	6'794,558	28'747,968
Mercado de Dinero			
Cetes	19'602,480	41'093,049	240'075,971
Papel comercial	494,062	2'713,479	10'075,971
Aceptaciones bancarias	3'281,296	24'938,148	25'872,380
Pagaré empresarial	-	105,318	8,120
Págage	-	30,865	2'938,412
Bondes	-	-	50,172
Certificados de plata	-	-	210,331
Oro y plata	-	97	-
Total dinero	23'377,838	68'880,956	279'237,748
Total	25'435,692	75'675,514	307'985,716

Cuadro 1 - B .- Operaciones por instrumento en porcentaje. (B. M. de V.)

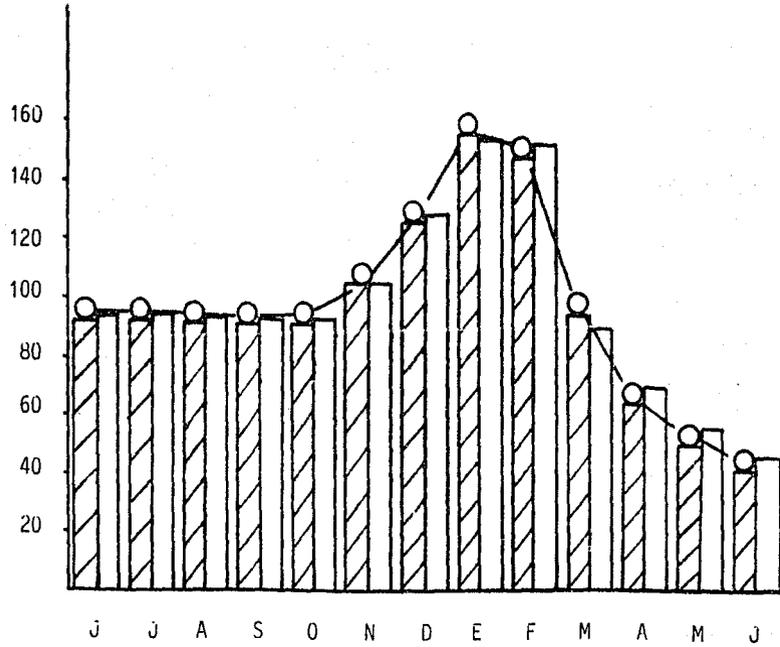
(Porcentaje)			
Mercado de capitales	1985	1986	1987
Acciones	2.4	3.1	7.0
Sociedades de inversión	2.1	1.8	.5
Obligaciones	.6	.7	.2
Obligaciones subordinadas	-	-	.2
Petrobonos	2.7	3.2	1.4
Bib's	.3	.2	.0
Bonos bancarios	.0	.0	.0
Bonos de renovación	-	-	.0
Total de capitales	8.1	9.0	9.3
Mercado de Dinero			
Cetes	77.1	54.3	78.0
Papel comercial	1.9	3.6	3.3
Aceptaciones bancarias	12.9	33.0	8.4
Págare empresarial	-	.1	.0
Págafe	-	.0	1.0
Bondes	-	-	.0
Certificados de plata	-	-	.1
Oro y plata	-	.0	-
Total dinero	91.9	91.0	90.7
Total	100.0	100.0	100.0

Grafica 2.- Los 10 instrumentos con mayor rendimiento en el mes
(Bolsa Mexicana de Valores)



Grafica 2 - 1.- MERCADO DE DINERO (Bolsa Mexicana de Valores)

- ▨ CETES
- ACEPTACIONES BANCARIAS
- PAPEL COMERCIAL



R E N D I M I E N T O S

	MENSUAL (junio)	ACUMULADO (en el año)	ANUALIZADO (jun-87/jun-88)
CETES	3.37%	72.93%	151.18%
A. BCRIAS.	3.66%	74.82%	155.09%
P. COMERCIAL	3.62%	76.74%	156.35%

B I B L I O G R A F I A

1. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa A.C.
(comite del Mercado de Dinero)
Trabajo elaborado, sobre aspectos generales del
Mercado de Valores, 1986.
2. Asociación Mexicana de Casas de Bolsa A.C.
Introducción al manejo de títulos de renta fija
Invierno de 1982.
3. Campos Palacios Jose Luis
Flujo de caja
Tesis: UNITEC, 1977.
4. Cortina Azcarraga Fco. Javier
Financiamiento y/o inversión a través del Mercad
do de Valores.
Tesis: UNITEC, 1987
5. Facultad de Economía (UNAM)
Revista: economía informa
Números: 162 marzo, 163 abril, 1988.
6. Heyman timothy
Inversión contra Inflación
segunda edición, 1987.
7. Instituto Mexicano de ejecutivos en Finanzas
Revista: IMEF
Número: 3 marzo, 1988.
8. Mac Gregor Anciola Laura
Inversiones
tesis: ITAM, 1987.
9. Marmolejo Gonzáles Martin
Inversiones
Primera reimpresión, 1985.
10. Pulido Avalos Martha
El Mercado de Valores como mecanismo de inver-
sión y financiamiento.
Tesis: Universidad la Salle, 1987.

11. Herandez Bazaldúa Reynaldo
Mercado Sanchez Luis Enrique
El mercado de Valores una opción de financiamiento
e inversión.
México, 1984.
12. Sauvain Harry Charles
Investment Management (Dirección de Inversiones)
Prentice Hall Inc., 1967.
13. Periodico el Financiero
Martes 21 de junio, 1988
Viernes 1º de julio, 1988.