

2453



**Universidad Nacional Autónoma
de México**

Facultad de Ciencias

" INSTRUMENTOS DE INVERSION PARA RENTA FIJA "
UNA OPCION PARA UNA MATERIA OPTATIVA DENTRO DEL
PLAN DE ESTUDIOS DE LA CARRERA DE ACTUARIA.

T E S I S

Que para obtener el Título de

A C T U A R I O

P r e s e n t a

JULIETA ZACARIAS ARAUJO

México, D. F.

1989

FALLA DE ORIGEN



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.

P R O L O G O

Las inversiones son hoy en día un tema de interés general, ya que cualquier persona, tanto física como moral, que goce de un excedente monetario busca la manera de acrecentar, o por lo menos conservar ese patrimonio. Esta búsqueda requiere de un asesoramiento profesional y vigente dado los cambios bruscos y continuos que sufre la economía en nuestro país.

Una de las funciones principales del actuario es poder estructurar planes de inversión acordes a una serie de variables, entre ellas - podemos citar el plazo de inversión, el monto destinado a dicha inversión, etc., y con una sola finalidad, optimizar los beneficios económicos de dichos planes.

Dado los conocimientos matemáticos y la capacidad analítica, el actuario posee las herramientas necesarias para la estructuración de dichos planes. Pero es necesario que conozca las diferentes alternativas con las que cuenta para su elaboración.

Dentro del plan de estudios de la carrera de Actuaría (1967), existe una clara ramificación de las materias, tanto las generales como las optativas, de tal manera que cada estudiante puede ir formando un "bloque" de materias enfocadas a la especialidad que desee practicar. Una de esas áreas es la financiera, y es en ésta área en la que se propone agregar la materia optativa de "INSTRUMENTOS DE INVERSIÓN DE RENTA FIJA".

El objetivo de la presente Tesis es poder cubrir los conocimientos y conceptos más importantes de dichos instrumentos para ampliar y facilitar la toma de decisiones del Actuario en la estructuración de Proyectos de Inversión.

I N D I C E

INTRODUCCION	1
CAPITULO I CETES	4
1.1. Antecedentes	
1.2. Características Principales	
1.3. Forma de Operación	
1.4. Forma de Colocación	
1.5. Formas de Inversión	
1.6. Comentarios Adicionales	
1.7. Perfil del Inversionista y Ventajas al invertir en CETES	
1.8. Conclusiones	
CAPITULO II PETROBONOS	22
2.1. Antecedentes	
2.2. Características Principales	
2.3. Forma de Operación	
2.4. Amortización	
2.5. Comentarios Adicionales	
2.6. Características de las Emisiones de Petrobonos Vigentes a 1988	
2.7. Los Petrobonos como Instrumento de Financiamiento Público	
2.8. Conclusión	
CAPITULO III OBLIGACIONES	34
3.1. Antecedentes	
3.2. Tipo de Obligaciones	
3.3. Comentarios Diversos	
3.4. Conclusiones	

CAPITULO IV	OTROS INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA	44
4.1.	Bonos del Gobierno Federal para el Pago de la Indemnización Bancaria (BIB'S 82)	45
4.1.2	Características	
4.1.3	Forma de Operación	
4.1.4	Comentarios Adicionales	
4.1.5	Conclusión	
4.2.	Papel Comercial	50
4.2.1	Generalidades	
4.3.	Aceptaciones Bancarias	53
4.3.1	Generalidades	
4.3.2	Comentarios Adicionales	
4.3.3	Conclusiones	
4.4.	Pagarés de la Tesorería de la - Federación (PAGAFES)	55
4.4.1	Definición	
4.4.2	Características	
4.4.3	Emisiones	
4.4.4	Comentarios Adicionales	
4.4.5	Conclusiones	
CAPITULO V	SOCIEDADES DE INVERSION	59
5.1.	Antecedentes	
5.2.	Generalidades	
5.3.	Tipo de Sociedades de Inversión	
5.4.	Ventajas	
5.5.	Conclusiones	
CONCLUSIONES		68
GLOSARIO DE TERMINOS		73

GRAFICAS

81

BIBLIOGRAFIA

91

I N T R O D U C C I O N

En la actualidad es el Mercado de Valores* el que ofrece una mayor gama de opciones en cuanto a inversiones se refiere. Sin embargo, las actividades del Mercado de Valores todavía son muy poco conocidas, no solo para la mayoría del público inversionista, sino más -- grave aún, para algunos asesores de inversiones.

Tal desconocimiento propicia que en varias ocasiones se formen ideas erróneas y expectativas infundadas en torno a la inversión en -- Bolsa.

Actualmente, la Bolsa Mexicana de Valores es una institución privada, organizada como Sociedad Anónima de capital variable, siendo la única autorizada por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público -- (S.H.C.P) para operar a nivel nacional.

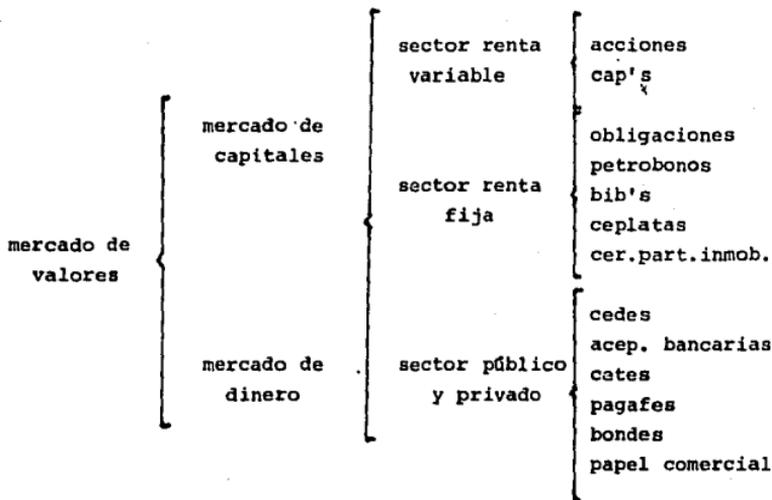
Cabe señalar que la Bolsa no debe contemplarse aisladamente como una alternativa exclusiva para formar capital de riesgo (es decir ac ciones), sino como un mecanismo que posibilita e impulsa un desarro llo más equilibrado de la econcmía, constituyendo un elemento signi ficativo en el contexto económico nacional.

Es en el Mercado de Valores donde se lleva a cabo la emisión, colo cación, distribución y amortización de valores registrados en la -- Comisión Nacional de Valores y autorizados por la Bolsa Mexicana de Valores.

La clasificación del Mercado de Valores se hace de acuerdo al plazo en que son aplicados los recursos. De ésta manera tenemos la si--- guiente clasificación:

- a) Mercado de capitales*.- los recursos obtenidos son aplicados a -- plazos mayores de un año.
- b) Mercado de dinero*.- los recursos obtenidos son aplicados a pla--

zos menores de un año.



No obstante, dada esta clasificación que es utilizada comunmente, - para cuestiones de estudio y fines más prácticos para la presente - tesis haremos una clasificación distinta. En lugar de atender al - plazo, nos abocaremos a la relación que guardan los tenedores con - respecto a los emisores de los títulos. De ésta manera tenemos: -

a) Renta variable: la relación del inversionista es de propiedad - proporcional de la empresa emisora.

b) Renta fija: la relación del inversionista es acreedora y tiene u na participación proporcional de una deuda colectiva contraída o a cargo del emisor.

renta variable

renta fija

acciones
cap's

cetes
petrobonos
obligaciones
pagafes, etc.

En la actualidad el tipo de instrumentos más utilizados en instituciones empresariales, ya sea en fondos de ahorro, de pensiones, excedentes de tesorería, etc. son precisamente los de renta fija.

Los tres primeros capítulos de la tesis describen ampliamente los instrumentos pioneros de los diferentes valores creados durante la última década dentro del sector de renta fija.

El cuarto capítulo está enfocado a los valores creados recientemente pero con operaciones "significativas" dentro de la Bolsa Mexicana de Valores.

El último capítulo está enfocado a las Sociedades de Inversión, que aún cuando no son específicamente de Renta Fija, han tenido un papel importante en el desarrollo y crecimiento del mismo sector.

Dentro de cada capítulo se incluyó la respectiva conclusión, pero también se elaboró una general enfocada a la importancia que cada instrumento tiene dentro de la economía nacional. Para realizar la conclusión general se investigó la circulación y tenencia de los valores emitidos por el Gobierno Federal, así como de empresas privadas; la estructura del valor de las operaciones de cada instrumento dentro de la Bolsa Mexicana de Valores; y la trayectoria de las operaciones de cada instrumento, año tras año durante la última década, resumiéndose todo esto en diversas gráficas.

Debido a la temática de la presente tesis, se incluyó un glosario de términos para su mejor comprensión.

CAPITULO I

CETES

1.1 ANTECEDENTES

El Certificado de la Tesorería de la Federación (CETE), se emitió - por primera vez en el año de 1978, siendo diseñado para el medio bur sátil como base del desarrollo de un mercado de dinero.

Durante los últimos años, los CETES han tenido un crecimiento acelu rado, tanto en emisiones nuevas como en sus operaciones. El monto o perado ha aumentado de 379,623 millones en 1980 a un nivel de 836.5 billones en 1988, esto es, un aumento de 2,203 veces. Este creci--- miento es por una parte producto de las influencias del inversionista, el cual, debido a los cambios drásticos sufridos económicamente los últimos diez años, ha venido demandando inversiones más líquidas y de menor plazo que las antiguas; y por otra parte la influencia -- del Gobierno Federal para financiarse cada vez más a través del sistema bursátil.

Desde la introducción del instrumento hasta 1982 la tasa de descuent o de cada emisión de CETES era fijada por el Banco de México, pero en 1982 se estableció un sistema de "subastas" en el que participa-- ba el Banco de México como vendedor y las Casas de Bolsa como compra-- dores. En 1985 se volvió al sistema original, pero debido a los resultados contra productores se reestableció el sistema de "subasta" en julio de 1986, el cual ha quedado vigente hasta la actualidad.

1.2 CARACTERISTICAS PRINCIPALES

Los CETES son títulos de crédito al portador en donde el Gobierno Fe deral se compromete a pagar una cantidad determinada o pactada en u-- una fecha establecida o de vencimiento. Estos títulos son emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, y son colocados y - regulados por el Banco de México.

La forma en que se hace la colocación de CETES es por medio de subag ta, la cual se realiza todos los martes entre las diferentes Casas -

de Bolsa. Cada nueva emisión se distingue por el número de semana y año en que se emite (ej. emisión 43/87), y es publicada oficialmente en los principales diarios. En dichas publicaciones se anuncian las características de la emisión, como la fecha en que se emite, la fecha en que se vence, plazo de la inversión, la tasa de descuento, el valor nominal, el monto de colocación, etc.

Los plazos de inversión a los que la SHCP emite los CETES son de 28, 81 y 182 días, no obstante y debido a que existe el mercado secundario de CETES, el inversionista podrá contar con plazos de inversión diferentes a los señalados, gozando así de una mayor liquidez.

Los CETES se manejan con tasas de descuento, lo que técnicamente genera una ganancia de capital. Esto es, el CETE es adquirido a un precio menor del que tendrá al vencimiento, y en el caso de éstos títulos el valor de vencimiento siempre será el valor nominal (diez mil pesos); de tal manera que la ganancia que resulte al adquirir CETES, dependerá del precio al que son adquiridos, de ésta forma no se fija una tasa de interés a ganar. Este tipo de inversión tiene ventajas fiscales para el inversionista (persona física) dada la exención de impuestos. Para la persona moral será una ganancia acumulable al cierre de su ejercicio fiscal.

1.3 FORMA DE OPERACION

Como habíamos descrito, los CETES se manejan con tasas de descuento. Esto funciona pactando un precio inamovible al vencimiento de cada emisión. Este precio es de \$10,000.00 (diez mil pesos), cualquier día antes de su vencimiento, su valor será inferior a los diez mil pesos. Es por esto que se dice que la utilidad que se obtiene en los CETES es una "ganancia de capital".

Como se había comentado, el día de la colocación el Banco de México pacta la fecha de emisión, la fecha de vencimiento, el plazo, el valor nominal, la tasa de descuento y la tasa de rendimiento. Las ta-

tas de rendimiento y de descuento van ligadas directamente con el precio al que son adquiridos los títulos (precio de compra), y con el precio al que son vendidos dichos títulos (precio de venta).

El precio de venta al vencimiento de la emisión siempre será de --- \$10,000.00 pesos, y con ésta base podemos calcular, sabiendo la tasa de descuento, el precio de compra. Primeramente, el precio de compra es aquel que se obtiene de restarle al valor nominal el descuento que se hará en pesos, esto es:

$$PC = VN - D - - - (1)$$

Donde: PC es precio de compra
 VN es valor nominal
 D es el descuento en pesos

Ahora, el descuento en pesos lo obtenemos de la siguiente manera. - La tasa de descuento es desanualizada para obtener el descuento equivalente por día (TD/360); posteriormente se multiplica la tasa de descuento diaria por los días que estará vigente la emisión para obtener la tasa de descuento neta [(TD/360) x NO. DIAS]; al valor nominal le aplico ésta tasa de descuento neta y obtendremos el resultado del descuento en pesos que se tendrá al comprar CETES con una tasa de descuento "TD".

$$D = VN \times TD/360 \times N$$

Donde: D es el descuento en pesos
 VN es el valor nominal de los títulos
 TD es la tasa de descuento
 N es el número de días de la emisión

Sustituyendo D en (1), obtengo:

$$PC = VN - (VN \times TD/360 \times N)$$

$$PC = VN - (VN \times (TD \times N)/360)$$

$$PC = VN \left[1 - \frac{TD \times N}{360} \right]$$

Para obtener la tasa de rendimiento sigo el siguiente razonamiento:

- 1) Obtengo mi ganancia en pesos por cada título, que estará dada -- por la diferencia entre el precio de vencimiento (PV) y el precio de adquisición o compra del título (PC). En el caso de los CETES y en general de cualquier instrumento de inversión que tenga mercado secundario, si el inversionista tenedor de los títulos no desea esperar al vencimiento de la emisión adquirida, tendrá que recurrir al mercado secundario y "vender" sus títulos a un tercero, en éste caso el precio de venta de dichos títulos -- fungirá como precio de vencimiento para el cálculo de la tasa de rendimiento.

$$UTILIDAD = PV - PC$$

- 2) Obtengo la utilidad correspondiente a cada día que se mantuvo la inversión. Esto es, la utilidad global la divido entre el número de días $(PV - PC) / \text{NO. DIAS}$.
- 3) Se anualiza dicha utilidad multiplicándola por 360 días. Esto es $[(PV - PC) / \text{NO. DIAS}] \times 360$
- 4) Obtengo la tasa de rendimiento dividiendo entre la aportación invertida (PC).

Quejando finalmente la siguiente expresión:

$$TR = \frac{PV - PC}{\text{NO. DIAS}} \times \frac{360}{PC}$$

Simplificándola de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} TR &= \frac{PV - PC}{\text{NO. DIAS}} \times \frac{360}{PC} \\ &= \frac{PV - PC}{PC} \times \frac{360}{N} \end{aligned}$$

$$= \left[\frac{PV}{PC} - \frac{PC}{PC} \right] \times \frac{360}{N}$$

$$TR = \left[\frac{PV}{PC} - 1 \right] \frac{360}{N} \quad \text{--- (2)}$$

Análogamente:

$$TD = \left[1 - \frac{PC}{PV} \right] \frac{360}{N} \quad \text{--- (3)}$$

Como habíamos comentado, la tasa de rendimiento está ligada al precio de compra y la tasa de descuento al precio de venta.

Ahora bien, como los CETES están dados con tasa de descuento, la forma en que podemos relacionar ambas tasas (de descuento y de rendimiento) es de la siguiente forma:

Despejo PV en (2)

$$PV = \left[\frac{TR \times N}{360} + 1 \right] PC$$

Sustituyo PV en (3)

$$TD = \left[1 - \left[\frac{TR \times N}{360} + 1 \right] \frac{PC}{N} \right] \frac{360}{N}$$

Simplificando la ecuación obtengo

$$TD = \frac{360 \times TR}{360 + (TR \times N)}$$

En forma análoga

$$TR = \frac{360 \times TD}{360 - (TD \times N)}$$

Para las instituciones financieras es más común manejar tasas de descuento, en cambio lo que les interesa a los inversionistas es la tasa de rendimiento que se obtendrá al adquirir los títulos.

En cuanto a los plazos, las emisiones salen para invertir a 28, 91 y 182 días. No obstante, no siempre se toma la emisión completa. Muchas veces se pueden conseguir en el mercado secundario emisiones a las que les falta pocos días por vencer. Es importante hacer notar que cuando las tasas de interés van a la alza, es conveniente tratar de conseguir plazos cortos en el mercado secundario.

Cuando por alguna causa se venden los títulos antes de su vencimiento, la tasa de descuento con la que se vende el título es mayor, el rendimiento se reducirá; si la tasa de descuento que se aplica a la venta del título es menor que la tasa con la que se compró, el rendimiento anualizado aumentará por encima del rendimiento que se hubiera logrado de haberse esperado al vencimiento.

1.4 FORMA DE COLOCACION

Desde enero de 1978, cuando fueron introducidos los CETES, hasta la emisión 37/82, el Banco de México solía anunciar cada viernes, semana con semana, el monto, el plazo y la tasa de descuento a los que dichos títulos saldrían la siguiente semana. Pero el 23 de septiembre de 1982 se incorporó el mecanismo de subasta, suspendiéndose en octubre de 1985 y reactivándose en julio de 1986.

El mecanismo de subasta deja actuar a las fuerzas del mercado en la determinación de la tasa de descuento con las que se colocan cada una de las emisiones.

La subasta comienza todos los viernes al mediodía, cuando en el piso de remates de la Bolsa Mexicana de Valores, es anunciado el monto y plazo de las emisiones que emitirá el jueves siguiente el Banco de México, para ser adquiridos por Casas de Bolsa y otras instituciones (Bancos, Aseguradoras) que tienen derecho a comprar CETES directamente a dicha institución. El viernes, antes de las 13:30 horas las instituciones participantes concurren con posturas de compra a la subasta. Para determinar la tasa de descuento con la que cada institución competirá deberá de tomarse en cuenta el nivel de liquidez que rige en el sistema, así como la tendencia probable de la tasa de inflación como la de interés de la siguiente semana.

La fecha límite para presentar posturas es el martes de la semana correspondiente a la colocación.

Las posturas de compra de cada Casa de Bolsa se presentan en sobre cerrado, y los datos que deberá de contener son los montos solicitados y las tasas relativas a esos montos.

Existen restricciones respecto al monto de las posturas presentadas:

- existen montos mínimos por postura
- como límite máximo, solo se pueden presentar posturas de compra hasta por un 40% del monto total de la subasta por Casas de Bolsa.
- como límite máximo sólo se pueden presentar posturas hasta por un -- monto no mayor a 200 veces el capital social pagado de la Casa de -- Bolsa.

Referente a los montos solicitados, en principio, todas las instituciones autorizadas presentan posturas en la subasta en tal forma -- que, de obtener las posturas presentadas, el monto total sea aproximadamente igual al que la clientela respectiva demandará. Para calcular ese monto, las instituciones autorizadas, adicionalmente a lo atractiva (o no atractiva) que dichas tasas de descuento sean, consultan los propios registros internos para verificar el monto a amortizarse en esa semana y recurrir, igualmente, a las estadísticas internas del porcentaje de CETES que en promedio son reinvertidos a su vencimiento. También consideran el monto de CETES que serán pagados con fondos frescos de la propia clientela.

Por parte de Banco de México, lo que le interesa es emitir deuda barata, es decir, con tasas de interés lo más bajas posibles. En consecuencia, una vez abiertos los sobres que contienen las posturas -- son ordenadas desde la más baja (tasa de descuento) hasta la más alta. Seguidamente se empiezan a colocar CETES a partir precisamente de las posturas más bajas, hasta que ocurra una de las dos cosas:

- que se agote la emisión de CETES
- que aún existiendo parte de la emisión de CETES sin colocar, se ha--

yan agotado todas las posturas de -
compra.

Del análisis del procedimiento de subasta se desprenden dos polos -
extremos:

- que una institución autorizada, con el deseo de obtener una tasa de des cu en to muy alta (dentro de las circunstancias de ese momento), y por lo mismo muy atractiva por la tasa de interés que conlleva, al presentar dicha postura, se quede parcial o totalmente fuera de subasta, es - decir del mercado primario*de CETES durante esa semana. Esto obligará a dicha institución autorizada a re cu rr ir al mercado secundario y ob te ner los CETES en condiciones logica men te me nos fa vo ra bles.

- que una institución autorizada, con el deseo de conseguir un monto de-- terminado de CETES, presente unas - tasas de descuento muy bajas en la subasta. Naturalmente, si en ver-- dad las posturas presentadas son ba jas, éstas van a ser íntegramente - surtidas. Sin embargo, colocar dichos montos entre la clientela a u- nas tasas competibles con las ob te ni das en la subasta, sería una ta re a prácticamente imposible. Dentro de éstas circunstancias, ya que una parte sustancial de la clientela de

esa institución recurrirá a otra que le ofrezca una tasa de interés más favorable. Por lo tanto, la única salida que le queda a la institución en éste caso, es colocar los CETES entre su clientela a una tasa similar a la ofrecida en el mercado; mas al estar la tasa de mercado superior a la obtenida en la subasta, la diferencia entre una y otra va a representar una pérdida para dicha institución.

Como se puede apreciar, aunque la mecánica de la subasta es muy simple, la toma de riesgos en ambos extremos del nivel de tasas de interés del momento, es un elemento intrínseco a la subasta en sí. Por otra parte, y tal como se puede desprender de lo aquí expuesto, al igual que todas las instrucciones de compra-venta que en los diferentes instrumentos del mercado bursátil se dan, las posturas presentadas en una subasta son obligatorias de aceptarse si éstas fueron surtidas.

Con base en el riesgo presente para las instituciones autorizadas en el desarrollo de cada subasta, como una situación especial (y probablemente transitoria), se ha dado opción a todas las instituciones autorizadas a participar en la asignación de algún monto pre determinado en lo que se conoce como "postura no competitiva". Lo que en realidad sucede es que un porcentaje de la subasta total --- (practicamente nunca mayor a un 25%), es separado de ésta. Es decir, esa parte no participa en la subasta. Las instituciones tienen derecho, dentro de cierto límite, a solicitar CETES de éste último grupo. A las posturas referentes a éste grupo se les conoce como "posturas no competitivas". Al resto de las posturas, las cuales forman parte de la subasta en sí, se les conoce como posturas competitivas. De ésta forma se garantiza que aún en el caso de obtener

un monto muy pequeño. Dentro de las posturas competitivas, las Casas de Bolsa pueden contar con una cantidad de CETES, que si bien es ciertamente pequeña en relación al total de la emisión, al menos es segura. La tasa de descuento a las que las posturas no competitivas son surtidas, es el promedio ponderado del resultado final -- del monto subastado.

Los resultados de las subastas son proporcionados por el Banco de México todos los miércoles a las 11:00 horas. Las instituciones autorizadas, dependiendo de los resultados, proceden a contactar a su cliente o a otras Casas de Bolsa para ofrecer o demandar títulos. El jueves inmediato se deberá liquidar al Banco de México, mediante cheque certificado, la cantidad de títulos que fueron asignados a cada Casa de Bolsa en la colocación primaria.

No todas las operaciones de compra-venta se realizan en el mercado primario (subasta). Existe lo que se llama el mercado secundario, el cual se puede definir como el conjunto de operaciones de compra-venta que realizan día con día las instituciones autorizadas con las emisiones de certificados que se encuentran en circulación. Estas operaciones se efectúan, ya sea con otras instituciones autorizadas, o con la clientela propia de cada institución.

En el caso del mercado primario, todas las operaciones se deben registrar en la Bolsa Mexicana de Valores. Sin embargo, para operaciones con el cliente, solo es necesario realizar internamente el asiento contable en los libros propios de cada institución.

El mercado secundario tiene su origen en la necesidad de algunos inversionistas de vender sus necesidades de liquidez. Dichos certificados los revenden las instituciones a otros clientes, cuyo plazo de inversión es menor al de la emisión primaria o nueva emisión. De ésta manera, encontramos que diariamente se compran y venden certificados a plazos diferentes, ofreciendo a los participantes una gama variada de periodos de inversión.

Cabe hacer notar que para cada plazo de inversión existirá una tasa

diferente de descuento y por tanto una de rendimiento a la cual se pueden comprar y vender certificados. El conjunto de tasas de des cuenta para diferentes plazos se conoce como la estructura de las tasas de interés o curva de rendimientos.

Como habíamos comentado, el Banco de México tiene la facultad y obligación de regular el comportamiento del mercado secundario de certificados. Para ello pueden afectar los niveles de las tasas, ya sea comprando títulos cuando existe una gran oferta, evitando que las tasas suban, o vendiendo certificados cuando existe gran ddemanda, evitando que las tasas bajen.

Para la realización de ésta actividad, Banxico mantiene por lo general inventarios en todas las emisiones.

El Banco Central* realiza sus operaciones en el mercado abierto por medio de los especialistas, quienes son designados por él mismo. - En la actualidad son tres las Casas de Bolsa que tienen esa distin ción:

- Operadora de Bolsa
- Valores Finamex
- Acciones Bursátiles

El especialista debe mantener informado al Banco Central respecto de las condiciones que existen en el mercado, o de los posibles -- movimientos que se puedan presentar en la oferta o la demanda de CETES.

Cuando Banxico decida intervenir en el mercado, el especialista de be señalar los niveles que juzgue convenientes para la interven--- ción.

Así mismo, los especialistas tienen la obligación de marcar postu ras de compra-venta en todas las emisiones, para que las otras ins tituciones puedan satisfacer sus necesidades de una manera ágil. - Esta labor recibe el nombre de "hacer mercado".

1.5 FORMAS DE INVERSION

Existen tres formas de inversión en CETES:

- a) CETES 24 horas
- b) CETES cash
- c) Reportos de CETES
- d) Préstamos de CETES

a) CETES 24 horas.

Esta es la forma común de comprar y vender CETES. En este caso - el inversionista pacta la operación un día antes de su liquida--- ción.

b) CETES cash.

No obstante la liquidez del CETE (24 horas), muchas veces el in-- versionista desea liquidez total, esto es, el poder invertir o re tirar fondos en el mismo día. Es por esto que surgió la opera--- ción "CETE CASH". Este tipo de operación consiste en la disponi-- bilidad por parte de las instituciones autorizadas de poder acep-- tar depósitos de efectivo en los contratos de los inversionistas e invertirlo el mismo día; como contraparte, la capacidad de po-- der retirar cualquier día los fondos invertidos en éste vehículo.

Para que éste tipo de operaciones pueda realizarse es necesario - que la institución autorizada tome diariamente posiciones por --- cuenta propia, con certeza de que dicha posición podrá ser coloca da el día de su liquidación (un día hábil después) entre los in-- versionistas que requieran inversiones para sus fondos el mismo - día. En éste tipo de operación las instituciones autorizadas ab-- sorben el riesgo de no poder colocar (o colocar en pérdida) los - CETES comprados el día anterior.

El plazo de inversión es pactado entre el inversionista y la ins-- titución autorizada antes de realizar la operación. Pero si por algún motivo un inversionista que tenga en su posición CETES, y - desée vender parte o la totalidad de ellos con valor "cash" antes

del plazo convenido, el rendimiento otorgado no será equivalente al pactado, debido al castigo que se le dará al inversionista -- por vencimiento anticipado. El castigo dependerá de la situación del mercado en ese momento.

c) Reportos de CETES.

Este tipo de operación se efectúa entre las instituciones autorizadas (reportado) y su clientela (reportador), que generalmente son personas morales. Los reportos son inversiones a corto plazo realizadas con los excedentes monetarios de las empresas (nóminas, impuestos, etc.). Estos plazos pueden ir desde un día -- hasta 45 días, dependiendo del tiempo en que la empresa necesite nuevamente ese excedente.

El cliente (reportador) adquiere de la institución autorizada -- (reportado) CETES a un precio determinado, pactando el día en -- que retirará la inversión. La institución autorizada pagará al cliente un premio por la operación, dicho premio dependerá del -- monto y de la situación que en ese momento rija en el mercado.

d) Préstamos de CETES.

Los CETES pueden darse en préstamo a las instituciones autorizadas para que éstas realicen operaciones de reporto o simplemente los vendan. Si las instituciones autorizadas venden CETES que -- han obtenido en calidad de préstamo de sus clientes, los fondos provenientes de esa venta usualmente son utilizados para finan-- ciar otro tipo de operaciones a corto plazo. Si la institución autorizada hace reportos sobre los CETES obtenidos en préstamo, el objetivo buscado es ganar un pequeño diferencial "extra", tan -- to por parte de los prestamistas de CETES, como de los reportado -- res. Las instituciones autorizadas cobran comisión de corretaje en cada uno de los pasos de éstos procesos; o bien, obtienen una ganancia debida a los diferenciales con los que son operados los CETES en cada uno de los pasos.

1.6 COMENTARIOS ADICIONALES

Los CETES han sido diseñados por el Gobierno Federal para financiar parte del gasto público y para la regulación de la cantidad de dinero en circulación (conocida técnicamente como oferta monetaria) en el país.

El dinero juega un papel básico dentro de la economía de cualquier sociedad, ya que es un medio de pago y representa riqueza. Existe una relación óptima entre el valor total de la suma de todos los bienes y servicios que participan en una economía y la cantidad de dinero que los representa. De alguna manera se llegó a donde estamos, esto a nivel económico, por tanto la cantidad de dinero en circulación en la actualidad, representa el conjunto de bienes y servicios que participan en el intercambio normal dentro de la economía.

Para lograr mantener lo más fielmente posible la relación entre la cantidad de dinero en circulación y el conjunto de bienes y servicios, la oferta monetaria debe comportarse lo más cercano posible a cómo se comporte la suma de la creación de bienes y prestación de servicios en la economía. De aquí que la cantidad de dinero en circulación es una variable importante para la buena marcha de la economía.

Uno de los caminos para regular la cantidad de dinero en circulación es a través de operaciones de "mercado abierto" con los CETES. Reciben el nombre de operaciones de mercado abierto las que realiza el Banco Central en el mercado bursátil, ya sea de compra o de venta, según el caso, de cantidades significativas en CETES para inyectar o retirar liquidez al sistema.

Para que el efecto se logre es necesario:

- a) que el monto total de CETES en circulación constituya un porcentaje considerable en la base monetaria.*

- b) que Banxico mantenga en posición propia un porcentaje significativo del monto total de CETES sin amortizar.

Cubriendo éstos dos puntos, el Banco Central, para retirar dinero en circulación, sale al mercado vendiendo un monto importante en CETES, así:

- 1.- el precio del CETE se deprime, por lo tanto
- 2.- aumenta la tasa de rendimiento para el inversionista, y
- 3.- el monto recaudado por la venta se retira del sistema.

Para inyectar liquidez, el Banco Central, sale al mercado comprando un monto importante en CETES, ocasionando una reacción opuesta a la anterior.

La compra-venta de CETES a través de Banxico, es una herramienta muy importante para la regulación del dinero en circulación.

1.7 PERFIL DEL INVERSIONISTA Y VENTAJAS AL INVERTIR EN CETES.

El CETE ha venido desarrollándose en forma espectacular desde sus inicios, esto por sus bondades y la facilidad de su operación. Es -- por éstas cualidades que cualquier inversionista es apto de participar en éste tipo de inversión. Inversionistas institucionales como Fondos de ahorro, de pensiones, etc., empresas públicas o privadas - que cuenten con excedentes de tesorería de corto o de largo plazo, - personas físicas que cuenten con excedentes monetarios, etc.

Las ventajas principales con las que cuenta el CETE son:

- montos accesibles para su adquisición.
- tasas competitivas dado que el rendimiento que otorga es el resultado de la oferta y la demanda efectuadas en la subasta para su colocación.
- amplia gama de plazos de inversión.

- liquidez inmediata en caso de presentarse una eventualidad, aún cuando se tuviera pactado un plazo determinado.

1.8 CONCLUSION

De los diferentes instrumentos que el Gobierno Federal ha diseñado para el control del circulante, los CETES han sido el instrumento más acertado. El problema radica en la creación de la inflación. Dentro de la economía cada movimiento se relaciona con otros, así, la inflación no es un fenómeno constituido únicamente con la creación de valores gubernamentales y su operación, sino con la combinación de diferentes variables.

Con respecto a los CETES, la inflación se crea no por el hecho de emitirlos, sino por el uso del circulante antes y después de cada colocación y su relación con la creación de bienes.

En términos generales tenemos los siguientes esquemas teóricos:

- a) si antes de la emisión de CETES el dinero era utilizado para la compra de bienes y servicios particulares, y después de ésta se guardó en custodia (congelamiento del dinero), el resultado es deflacionario.
- b) si antes de la emisión de CETES el dinero era utilizado para la compra de bienes y servicios particulares, y después de ésta se utiliza el dinero para gasto gubernamental, el resultado es sólo un "cambio de manos", esto es, sin efecto.

Estos esquemas se dan cuando Banxico sale al mercado vendiendo CETES, pero cuando sale comprando los esquemas son los siguientes:

- a) si antes de la emisión de CETES el dinero era utilizado para gasto gubernamental, y después de ésta se utiliza para gasto de particulares, no existe ningún efecto.
- b) si antes de la emisión de CETES no existía tal dinero en el sistema, y con la creación de éste se realizan proyectos de inversión productivos existen dos alternativas

- b.1) si el crecimiento económico es mayor que el circulante, el resultado es estabilizador.
- b.2) si el crecimiento económico es menor que el circulante, el resultado es inflacionario.

Pero esto son solo esquemas teóricos, en cuanto a economía se trata, no se deben hacer evaluaciones ni juicios simplistas, cada caso suele ser distinto al anterior.

CAPITULO I I

PETROBONOS

2.1 ANTECEDENTES

Tanto la acuñación de la moneda de plata de 100.00 pesos como los Petrobonos hicieron su aparición en 1977, como una medida para restaurar la confianza de los mexicanos después de la crisis financiera-devaluatoria del año de 1976.

Por un lado se le dió un mayor impulso al Mercado de Valores al canalizar la compra-venta de los Petrobonos a la Bolsa, y por otro lado un énfasis a la importancia del petróleo mexicano en los mercados mundiales.

Las características del primer Petrobono fueron esencialmente similares a las de las emisiones vigentes, esto es, una cantidad fija de barriles de petróleo como respaldo de cada bono, un plazo de vigencia de 3 años, un rendimiento mínimo garantizado pagable cada de terminado período y un valor de amortización del petróleo basado en el precio de exportación (en dólares) calidad Istmo en la fecha de amortización, convertido al tipo de cambio peso-dólar vigente a esa fecha.

Al principio, por las condiciones del mercado (paridad fija, etc.), los Petrobonos resultaban poco atractivos. Poco después las condiciones cambiaron radicalmente. La Revolución de Iran en febrero de 1979, dió como resultado una escasez en el mercado mundial del Petróleo. Los precios internacionales subieron en forma espectacular hasta llegar a su precio máximo en abril de 1981 de \$38.50 dólares por barril.

Posteriormente la nueva baja de los precios en el petróleo, hicieron nuevamente poco atractivo la inversión en Petrobonos. Pero a raíz de la introducción de un sistema de control de cambios dado en septiembre de 1982, con un sistema de tipos de cambio múltiples se dió un nuevo aliciente importante en los Petrobonos, ya que se deci

dió aplicar el tipo de cambio controlado al valor de amortización del instrumento.

En la actualidad, debido a la inestabilidad de nuestra moneda frente al dólar, a resultado un instrumento medianamente demandado. En la medida que los inversionistas tengan una mayor cultura financiera, podrá tener una mayor demanda dentro de los pocos instrumentos de renta fija que tienen por finalidad la cobertura contra riesgos cambiarios.

2.2 CARACTERISTICAS PRINCIPALES

El Gobierno Federal, a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, constituye anualmente en Nacional Financiera, a partir de 1977, fideicomisos* cuyo patrimonio son los derechos sobre cierto número de barriles de petróleo. Con base en este fondo común, - Nacional Financiera emite certificados de participación ordinarios a 3 años de plazo y con valor nominal de \$1,000.00 (mil pesos) y -- \$10,000.00 (diez mil pesos), los cuales se encuentran en custodia - por el S.D. Indeval, S.A. de C.V.

La colocación primaria* de los Petrobonos, se lleva a cabo por medio de oferta pública a través de Nacional Financiera, y el dinero obtenido de ésta colocación, se destina al financiamiento del Gobierno Federal, quien paga intereses de cierto porcentaje anual bruto del contenido de petróleo por certificado expresado en pesos mexicanos, en forma trimestral o mensual según la emisión de la cual se trate.

Los Petrobonos son valores* inscritos y negociados activamente en la Bolsa Mexicana de Valores, llevándose a cabo diariamente operaciones de compra-venta en las que se pueden tener resultados positivos o negativos, esto es, ganancia o pérdida de capital.

Estos resultados son debido a la diferencia entre el precio de com-

pra y el de venta.

Al llegar al vencimiento de la emisión, el Gobierno Federal a través de Nacional Financiera, recompra los Petrobonos al público inversionista. En el caso de haber existido un cambio negativo en la cotización del petróleo de exportación, y quedando éste por debajo del precio mínimo garantizado que ofrece la emisión, el Gobierno Federal cubrirá la pérdida.

Existen dos variables que toman un papel muy importante tanto en el cálculo del rendimiento a vencimiento, como para el cálculo del valor teórico en el mercado secundario. Uno es el tipo de cambio del peso mexicano en relación al dólar americano, esto equivale a decir que una inversión en Petrobonos es una inversión de cobertura cambiaria (dólar controlado). Si el Petrobono es adquirido en el mercado secundario, dicha protección estará directamente relacionada con el precio de adquisición. En el extremo de los casos, se puede llegar a comprar un Petrobono a un precio tal (caro), que implícitamente ya se asuma un porcentaje "x" de devaluación. En este último caso, lógicamente el valor de un Petrobono como protección contra devaluaciones se reduce en la medida que aquél este sobrevaluado. La otra variable es el comportamiento del precio de exportación del petróleo que ampara los petrobonos, ya que si éste se eleva por encima del precio de garantía, se tomará éste para calcular el precio de redención del bono; pero si el precio de exportación baja hasta colocarse por debajo del precio de garantía, entonces se tomará a dicho precio de garantía para el cálculo del precio de redención.

2.3 FORMA DE OPERACION

Para determinar el rendimiento del Petrobono, es necesario determinar el importe de ingresos contra el importe de egresos.

Por lo que se refiere a egresos es necesario tomar en cuenta:

- a) el precio de mercado.* Esto es, el precio al que se encuentran los petrobonos en la Bolsa a la fecha de compra.
- b) intereses devengados netos. Dado que los petrobonos otorgan un rendimiento garantizado, ya sea mensual o trimestral, y que las compras y ventas de los mismos pueden efectuarse en el transcurso del pago de dichos intereses, es necesario calcular el interés que le corresponde al tenedor del título hasta la fecha de su venta. Dichos intereses serán pagados por el comprador, el cual a su vez, recibirá el cupón completo en la fecha de pago.
- c) comisión por corretaje. Como los Petrobonos son comprados y vendidos en la Bolsa Mexicana de Valores a través de intermediarios financieros, existe un cobro por dicha intermediación que la Comisión Nacional de Valores autoriza. En el caso de los Petrobonos la comisión es del 0.25% sobre el precio de mercado de cada Petrobono.

Entonces, dados estos tres elementos, tenemos la siguiente expresión:

$$E = PMKT + C + ID$$

donde	E	significa egresos
	PMKT	es el precio de mercado
	C	es la comisión por corretaje
	ID	son los intereses devengados a la fecha de compra.

Los intereses y el impuesto respectivo son calculados sobre el valor nominal del Petrobono. El valor nominal es el resultado de:

$$VN = CB \times PG \times TC$$

donde	VN	significa el valor nominal
	CB	es el contenido de barril por certificado.
	PG	es el precio de garantía
	TC	es el tipo de cambio vigente

Así, para el cálculo del cupón (intereses devengados), tenemos:

$$CB = VN \times RMG \times D/360$$

donde	CB	es el cupón bruto
	VN	valor nominal
	RMG	rendimiento mínimo garantizado
	D	días transcurridos desde el último cupón a la fecha.

Cabe hacer notar, que para el cálculo del cupón, siempre se tomará como base 30 días por mes.

Los impuestos a pagar por los intereses obtenido son, hasta ahora, el 21% de los 12 primeros puntos. De esta manera tenemos:

$$IMPUESTO = VN \times 12 \times .21 \times D/360$$

Finalmente los intereses netos a recibir estarán dados por la expresión:

$$CUPON NETO = CUPON BRUTO - IMPUESTOS$$

Por lo que se refiere a ingresos, es necesario tomar en cuenta:

- precio de venta. Es el precio al que se encuentra el Petrobono en el mercado de la Bolsa al momento de vender el título.
- intereses ganados. Llamados también "cupón", y son correspondientes al tiempo en que se mantuvo la inversión en Petrobonos.
- comisión por corretaje. Al precio de venta habrá que restarle el cobro que los intermediarios hacen por las operaciones realizadas en la Bolsa.

Así los ingresos estarían dados por:

$$INGRESOS = (PMKT - COMISION) + INTERESES GANADOS$$

Para calcular la ganancia neta en pesos que tendríamos:

$$GANANCIA NETA = (INGRESOS - EGRESOS) \times NO.TITULOS ADQUIRIDOS$$

Para el cálculo del rendimiento, y análogamente con el cálculo de rendimiento de los CETES, tenemos:

$$TR = \left[\frac{I}{E} - 1 \right] \frac{360}{D}$$

donde TR es la tasa de rendimiento
 I son los ingresos
 E son los egresos
 D son los días naturales en los que se mantuvo la inversión.

Este tipo de cálculo es cuando la inversión realizada en Petrobonos es durante el transcurso de su vida, de tal manera que los Petrobonos se pueden vender y comprar cualquier día hábil a través de la Bolsa Mexicana de Valores. El plazo máximo de venta ha sido de 3 años, este caso se aplica exclusivamente a las personas que han adquirido los Petrobonos el día de la emisión, y los conservaron hasta su vencimiento (es decir, el día de su amortización).

2.4 AMORTIZACION

El Petrobono se amortizará en una sola exhibición en la fecha de su vencimiento a valor nominal, más en su caso, una ganancia de capital. Dicha ganancia, es obtenida cuando el precio del petróleo en el mercado es mayor al de garantía de la emisión. La posible ganancia de capital se determinará a partir de la diferencia entre el importe al que se adquirieron los barriles de petróleo que respaldan los títulos, y el monto que se obtenga de su venta. Este monto se determinará bajo el siguiente procedimiento:

- a) Se determinará el promedio diario aritmético que durante el período comprendido generalmente, según la emisión, de 30 días naturales anteriores a la fecha de amortización haya observado la cotización del petróleo de exportación "zona américa".
- b) El número de barriles que ampara la emisión se multiplicará por el precio promedio determinado conforme al inciso anterior.
- c) El resultado del inciso anterior se convertirá a pesos mexicanos al tipo de cambio controlado de equilibrio de compra especificado en el prospecto de colocación.*

La amortización se realiza mediante un "cruce" en la Bolsa, de todos los certificados de la emisión, un día anterior a la fecha de amortización para liquidarse al día siguiente. Esta operación no causará ninguna comisión por corretaje.

Otro aspecto importante de los Petrobonos, es el nivel de subvaluación o sobrevaluación al que se adquieren los títulos en el mercado secundario, ya que este sería una variable más que ayudaría a la toma de decisión de invertir en Petrobonos.

Para el cálculo de el porcentaje de subvaluación*o sobrevaluación*de los Petrobonos, es necesario determinar el valor teórico*del título. Este valor nos representa un valor "supuesto" que debería de tener el Petrobono, si las condiciones de oferta y demanda no le afectan.

$$VT = CBC \times PG \times TC$$

donde VT es el valor teórico
CBC contenido de barril por certificado
PG precio de garantía
TC tipo de cambio

La sobrevaluación o la subvaluación estarían dadas por la siguiente expresión:

$$\begin{aligned} \text{SOBREVALUACION (-)} &= \left[\frac{PMKT}{VT} - 1 \right] \times 100 \\ \text{SUBVALUACION (+)} &= \left[\frac{PMKT}{VT} - 1 \right] \times 100 \end{aligned}$$

2.5 COMENTARIOS ADICIONALES

- Con la inversión en Petrobonos no existe la posibilidad de perder dinero (nominalmente hablando), esto si se adquieren los títulos a valor nominal y se sostiene la inversión hasta el vencimiento. Es to es posible por las condiciones en que dichos instrumentos se operan.
- En la actualidad por la diferencia de tasas de inflación que exis-

te continuamente en México y Estados Unidos de Norteamérica (país con el cual sostenemos el mayor intercambio comercial), nuestra moneda tiende a sufrir continuas devaluaciones respecto al dólar, por pequeñas que estas sean.

- Los Petrobonos, además de contar con la característica de ser un instrumento de cobertura, otorgan un rendimiento neto (mínimo garantizado) mayor a los que ofrecen los títulos fácilmente negociables en dólares, así como los certificados de depósito en dólares.
- Al ser títulos respaldados por barriles de petróleo y no obstante que el precio del mismo pueda decrementarse, sabemos que éste es un recurso no renovable y tiene aplicaciones para las cuales no existen sustitutos.

Todas estas características hacen de la inversión en petrobonos una inversión muy interesante, ya que otorga alta seguridad de la conservación del capital invertido, alta liquidez y alta probabilidad de obtener ganancias de capital. Pero no obstante estas bondades, el inversionista que desea participar en petrobonos tiene que tener un perfil específico. Pueden ser personas físicas o morales que cuenten con excedentes monetarios de largo plazo dado que se espera la eventualidad de un cambio brusco en la paridad del peso frente al dólar, o bien, un aumento en el precio del petróleo. De no ocurrir estas eventualidades en corto plazo, los rendimientos que se obtendrán hasta que esta suceda, serán menos competitivos que otro tipo de inversión.

En caso de que el inversionista no pudiera esperar hasta que dichas eventualidades ocurran, su liquidez se verá restringida dado que el mercado secundario se encontrará deprimido, y de poder obtenerla será muy castigada con el bajo rendimiento otorgado.

CARACTERISTICAS DE LAS EMISIONES DE PETROBONOS VIGENTES
(DATOS A 1988)

EMISION	85-1	86	87	87-2	88
COLOCACION	16/AGO/85	14/ABR/86	12/FEB/87	29/MAY/87	25/ABR/88
VENCIMIENTO	16/AGO/88	14/ABR/89	12/FEB/90	29/MAY/90	25/ABR/91
MONTO EMITIDO EN MILLONES M.N.	100,000'	200,000'	50,000'	100,000'	800,000'
BARRILES QUE AMPARAN LA EMISION	13'093,933	26'842,575	2'791,877	4'255,500	23'381,558
CONTENIDO DE PETROLEO	1.30939326	1.34212875	0.55837535	0.4255502	0.29226947
PRECIO DE GARANTIA EN DOLARES	\$26.75	\$15.50	\$17.82	\$18.65*	\$15.00
PAGO DE INTERES	TRIMESTRAL	TRIMESTRAL	MENSUAL	MENSUAL	MENSUAL
TASA DE INTERES	12% ANUAL	12% ANUAL	TASA LIBOR + 4PTOS.	TASA LIBOR + 2PTOS.	TASA LIBOR + 2PTOS.

2.7 LOS PETROBONOS COMO INSTRUMENTO DE FINANCIAMIENTO PUBLICO

Los Petrobonos nacieron con el fin de diversificar las fuentes de financiamiento del Gobierno Federal y aumentar el proveniente del público ahorrador, impulsando el uso de valores operados en la Bolsa.

Con la emisión de estos nuevos valores y otras medidas adoptadas se logró reducir la proporción del financiamiento público del exterior a casi un 30% del total, y la participación de los valores gubernamentales aumentaron su peso relativo a más del 10% dentro del endeudamiento interno.

El tipo de financiamiento que obtiene el gobierno con los Petrobonos, equivale a la obtención de crédito en dólares, salvo el caso de incremento en el precio de petróleo; que en este caso, la desventaja que representa el encarecimiento del adeudo para el Gobierno Federal, es más que compensada por la adicional y mucho mayor entrada de divisas que obtiene el gobierno por la venta del mismo.

Este tipo de financiamiento resulta una alternativa muy atractiva para el Gobierno Federal, dado las limitantes para la obtención de financiamientos en moneda extranjera.

2.8 CONCLUSION

Los Petrobonos constituyen uno de los atractivos más grandes en la Bolsa, y su concepción ha sido objeto de asombro mundial ya que presentan características que muy pocas veces se encuentran en un solo valor, rendimiento fijo, ganancia de capital variable y sujetos al precio de una materia prima.

El rendimiento otorgado por los Petrobonos es superior al dado por los instrumentos tradicionales de E.U.A. La inversión en Petrobo-

nos está protegida "hacia abajo" lo cual, asegura al inversionista que no haya adquirido los títulos a niveles excesivos de sobrevaluación, el no incurrir en pérdidas de capital si se espera, en el extremo de los casos, a la amortización de los títulos.

Por otro lado, la materia prima al que esta sujeto el precio del Petrobono es un recurso no renovable, con una demanda muy grande en todo el mundo y cuyo uso tenderá a aumentar dado que no existen sustitutos para su aplicación.

La ganancia de capital puede ser muy relativa, pero no obstante, la variable que le da fuerza a este punto, la variación en el tipo de cambio, es constante en nuestra economía.

Todos estos puntos hacen recomendable la participación en Petrobonos dentro de una cartera de inversión a mediano plazo. Pero debido al desconocimiento de estas bondades, la operación de los Petrobonos en la Bolsa todavía se encuentra en niveles muy bajos.

CAPITULO III

OBLIGACIONES

3.1 CARACTERISTICAS

Una Obligación es un título de crédito que implica una deuda contraída en forma colectiva por una empresa pública o privada. Deuda, - ya que la empresa, a cuyo cargo están las obligaciones emitidas, ha recibido dinero en calidad de préstamo y se compromete a regresar - dicho préstamo en una fecha preestablecida, así como pagar cierta ta sa de interés en períodos continuos (generalmente trimestrales).

La colocación de las Obligaciones es vía oferta pública*, y sólo las empresas que cotizan en Bolsa podrán emitirlas. Cabe mencionar que es en la oferta pública primaria donde la empresa obtiene los recu sos monetarios de los inversionistas.

La emisión de las obligaciones puede ser nominativa, al portador o nominativas con cupones* al portador, y por ley deberán de ser emiti das en denominaciones de \$100.00 (cien pesos) o sus múltiplos.

Los títulos de las Obligaciones deben de indicar, entre otras co--- sas, el importe de la emisión, el valor nominal, el interés pactado o su forma de cálculo, especificando los puntos adicionales a otorgar, la fecha de pago de los intereses y capital, las condiciones y la forma en que éstos se habrán de amortizar.

El régimen fiscal en la actualidad para los posibles adquirentes - es el pago definitivo del 2.52% para las personas físicas y acumu lable para el cierre del ejercicio fiscal para las personas morales.

En cuanto a los plazos en que las Obligaciones son emitidas, gene- ralmente, van de 3 a 10 años con un período máximo de gracia equiva lente a la mitad del plazo de la emisión.

La custodia de los títulos son a cargo del S.D. Indeval*el cual, re cibe un porcentaje determinado de la comisión cobrada por corretaje al operar las Obligaciones en la Bolsa. En la actualidad dicha co-

misión es del 0.25% sobre el precio de mercado de los títulos.

La emisión, circulación y amortización de las obligaciones está regulada por:

- a) ley de régimen jurídico de sociedad anónima, que establece una - regulación completa y detallada sobre la materia.
- b) nuevo reglamento del registro mercantil, que en realidad exten-- dió parcialmente el régimen de esa ley a la regulación de las o- bligaciones emitidas por las sociedades mercantiles, declarando aplicables a ellas una serie de preceptos de la ley de socieda-- des anónimas.
- c) por la ley del 24 de diciembre de 1964, que regula la emisión de obligaciones por las sociedades colectivas, comanditarias de res- ponsabilidad limitada, inspirándose sustancialmente en los pre-- ceptos de la ley de sociedades anónimas.
- d) normas de tipo fiscal y financieras en orden a favorecer este ti- po de financiamientos.

Con base a estas regulaciones y en el caso de una liquidación de u- na sociedad, las obligaciones deben ser pagadas íntegramente por la empresa antes de cualquier reparto de capital entre los socios. Por tanto, la empresa emisora no podrá reducir su capital, sino en pro- porción al reembolso que haga sobre las obligaciones que emitió. -- Tampoco podrá cambiar su objeto, domicilio y denominación sin el -- consentimiento de la asamblea general*de obligacionistas.

3.2 TIPO DE OBLIGACIONES

OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS

Son títulos-valores emitidos por sociedades anónimas, respaldados - por la solvencia económica y moral de la empresa emisora, así como por los activos de la misma sin que sean hipotecados.

En caso de liquidación de la empresa emisora no existe garantía es-

peçífica. En caso de este supuesto, los tenedores de este tipo de Obligaciones, participarán en el proceso de liquidación de activos y pago de pasivos como acreedores comunes, sin ninguna prioridad en particular, y muy probablemente, los tenedores no rescatarían el total de su inversión.

La falta de garantías para el pago de Obligaciones Quirografarias es sumamente importante en caso de liquidación de la empresa emisora. - Este caso unicamente se presentaría si dicha empresa empezara a incurrir en pérdidas continuas año con año. Muy difícilmente sería un caso que se presentara repentinamente, a no ser que se tratara de un caso de quiebra fraudulenta o de quiebra fortuita. Cuando una empresa marcha bien, el resultado de sus ejercicios lo demuestra, y en este caso la falta de garantías específicas para las Obligaciones Quirografarias pendientes de amortizarse, es practicamente irrelevante.

El interés que devengan es constante durante toda la vida de la emisión o ajustable a la tasa de interés del mercado. La reducción de los títulos se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el inicio de la emisión, pudiendo ser por sorteo, fijas o anticipadas.

OBLIGACIONES HIPOTECARIAS

Son títulos-valores emitidos por sociedades anónimas, garantizados por una hipoteca que se establece ante notario al pactar la emisión. La hipoteca se realiza sobre los bienes inmuebles de la empresa emisora. En caso de liquidación de la empresa emisora, los tenedores de las Obligaciones tienen prioridad ante los distintos acreedores, excepto trabajadores. Además, con el fin de tener un amplio margen de protección para los obligacionistas, una práctica común es que el valor de los activos hipotecados a favor de los obligacionistas no sea inferior al 120% o 125% del valor total de las Obligaciones pendientes de amortizarse en un momento específico.

OBLIGACIONES PRENDARIAS

Son títulos-valores emitidos por sociedades anónimas y tienen como -

garantía un derecho real constituido sobre un bien mueble enajenable, para garantizar el cumplimiento de una obligación y su preferencia de pago.

OBLIGACIONES GARANTIZADAS CON AVAL

Son aquellas en las cuales un tercero queda obligado solidariamente, hasta por el importe de su capital contable, con la sociedad emisora. Esta condición deberá de estipularse en los títulos emitidos.

OBLIGACIONES GARANTIZADAS CON FIANZA

En este tipo de Obligaciones la sociedad emisora de las mismas, -- constituye un contrato por el cual una tercera persona se compromete a pagar por ella el importe insoluto de la deuda, si es que dicha emisora no procede a hacerlo.

OBLIGACIONES CONVERTIBLES

Son aquellas que operan bajo cualquiera de las formas antes mencionadas, solo que al vencimiento, el tenedor de la Obligación podrá -- optar por recibir, mediante amortización la parte que le corresponda, o bien, convertir sus títulos en acciones comunes* o preferentes* de la misma emisora.

El objeto primordial de estos valores, es el procurar recursos a la empresa a través de una deuda con la posibilidad futura de convertirla en capital, permitiendo a las firmas una mayor capacidad de -- financiamiento posterior. Bajo este contexto, algunas de las ventajas serían:

- el financiamiento obtenido por esta vía permite a la empresa emisora, recibir la cantidad necesaria de fondos con la posibilidad futura de convertir la deuda en capital.
- da a los inversionistas la posibilidad de participar en las ganancias potenciales de capital, derivadas de la buena marcha de la -- empresa. Respecto a este punto, es necesario analizar a la empresa en sí y sus perspectivas. Si no se compraría la acción* de la empresa directamente, tampoco se debería de ejercer el derecho de conversión.

- durante períodos de baja rentabilidad las cotizaciones de las acciones de las empresas que cotizan en Bolsa se deprimen considerablemente, al emplear Obligaciones convertibles, se garantiza un período razonable (6 a 9 meses) con pago de intereses atractivos antes de que sean convertidas en acciones.
- facilidad en cuanto a la colocación de la emisión, ya que implicaría para el inversionista un doble plan de inversión a la vez.

La diferencia principal entre las cinco primeras opciones se encuentra fundamentalmente en los bienes que las garantizan. En cambio, las Obligaciones Convertibles se caracterizan por la forma en que a su vencimiento habrán de ser amortizadas.

Todo lo anterior no implica un esquema rígido, ya que de acuerdo a las necesidades y posibilidades de las sociedades emisoras, podrán crearse Obligaciones nuevas, generadas de la mezcla o necesidades específicas de garantías, plazos, formas de amortización, etc.

De estas creaciones ha nacido en los dos últimos años, una nueva modalidad de obligaciones que ha sido muy aceptada, tanto por las emisoras como por los inversionistas. Dichas Obligaciones son conocidas como "colocaciones múltiples".

Las colocaciones múltiples consisten en la posibilidad de disponer en varias partidas el monto total autorizado para una emisión de obligaciones, de acuerdo a las necesidades de la sociedad emisora y a los lineamientos establecidos por la Comisión Nacional de Valores.*

Algunas de las ventajas que presentan este tipo de Obligaciones son las siguientes:

- al realizar colocaciones múltiples, la empresa emisora no se limita a emitir un solo tipo de Obligación.
- la disposición de los recursos se pueden extender a plazos acordes con las necesidades de la empresa, dentro de un período de gracia para el capital de acuerdo con la recuperación de la inver

sión.

- el servicio de la deuda no se incrementa en tanto no sean utilizados los recursos. Los intereses se generan solo por los montos colocados, y no por el monto total autorizado evitando así, cargas financieras y administrativas por recursos ociosos.
- elimina el tener que realizar nuevos trámites para solicitar ampliaciones o modificaciones a los montos autorizados.
- los montos parciales de la deuda se determinarán de acuerdo a los resultados que arrojen los flujos en el análisis de los proyectos de inversión.

3.3 COMENTARIOS DIVERSOS

- Dada la situación económica y debido a las restricciones crediticias que ultimamente hay en nuestro país, el allegarse de recursos cuantiosos resulta más fácil obtenerlos de un conjunto de personas, que de una sola institución. Esto, permite captar en forma directa dichos recursos sin perder el control en la administración de la sociedad, ya que los obligacionistas no participan en dicha administración. El allegarse de recursos vía Obligaciones mantiene abierta otras líneas de crédito.
- La empresa solicitante del financiamiento, recurre a él para el desarrollo y crecimiento de la misma. Dada esta finalidad, el financiamiento requerido, la mayor de las veces, es a largo plazo. Con la emisión de Obligaciones la empresa podrá tener una mejor planeación financiera y determinar el calendario de amortizaciones, así como contar con un período de gracia razonable.
- Desde el punto de vista de los inversionistas, la situación es a la inversa, lo máspreciado en la actualidad es la liquidez en las inversiones. El congelar dicha liquidez incurre en riesgos muy altos, que muchas de las veces no son premiados por los rendimientos obtenidos. Debido a esto, las instituciones bancarias han tenido dificultad en la captación de recursos masivos a largo plazo, y por ende escasea la disponibilidad de crédito a los mismos plazos, y en la misma proporción. Este factor liquidez se re

suelve debido a la existencia del mercado secundario para las Obligaciones.

- Los recursos obtenidos deberán aplicarse al financiamiento de nuevos proyectos de inversión. Para considerar una emisión de Obligaciones, el capital social fijo* de la empresa deberá de ser por lo menos una séptima parte del capital social variable, en el caso de que la empresa no cumpla con este requisito, deberá de haber disponibilidad por parte de la misma para realizar dicho cambio. Los estados financieros base de la emisión, deberán estar dictaminados por contador público independiente, y no tener una antigüedad mayor a tres meses, en caso contrario deberá elaborarse un dictámen parcial.
- Las Obligaciones generan intereses pagaderos periódicamente en base al resultado de la tasa base más la sobretasa. La tasa base es la tasa más alta que resulte de comparar el rendimiento de diferentes instrumentos, los cuales son especificados en el prospecto de colocación de cada una de las emisiones. A la tasa base resultante, se le agrega la sobretasa dada en puntos o porcentaje. Los intereses son pagaderos sobre el valor nominal de las Obligaciones, sin importar que el precio de mercado de los títulos esté arriba del valor nominal o bajo par.* De esta manera se genera un rendimiento mayor cuando el precio de la Obligación este bajo -- par, o inferior cuando el precio está arriba del valor nominal.
- Dado los riesgos que se adquieren al dar un crédito de largo plazo para recuperar los recursos prestados, normalmente las instituciones bancarias gravan los activos fijos del emisor como garantía de pago del crédito. En el caso de la mayoría de las Obligaciones, las empresas no enajenan ningún activo, de tal manera que estarán disponibles para utilizarse a futuro como garantía de algún otro crédito a largo plazo. No obstante la falta de garantías específicas, el respaldo de la emisión de Obligaciones son los estados financieros de la empresa, los cuales son solicitados y publicados continuamente. En el caso de que el representante común de los obligacionistas se percate de alguna anomalía en los estados financieros, será el responsable ante el resto de los obligacionistas de negociar ante el emisor nuevos términos de la

propia emisión. En el caso extremo de no regularizarse las anomalías presentadas en sus estados financieros, se podrá exigir el pago total y anticipado de la emisión.

- Aún cuando las Obligaciones son de los instrumentos más antiguos de los negociados en la Bolsa Mexicana de Valores, todavía no se ha desarrollado un mercado significativo. Las emisiones de estos títulos todavía son muy restringidas. No obstante, las pocas emisiones que son publicadas son muy demandadas, ya que además de -- que las empresas que las emiten son muy sólidas, generalmente o-- torgan una sobretasa atractiva. Es por ello que estos títulos -- son de difícil acceso, solo los inversionistas institucionales, -- como las sociedades de inversión, tienen prioridad para su adquisición. Solo en casos muy excepcionales las personas físicas pueden invertir en estos títulos pero con montos de inversión muy -- grandes.

3.4 CONCLUSIONES

El Mercado de Valores en México todavía no tiene el desarrollo ni el crecimiento adecuado, debido en parte, al desconocimiento bursátil y la tardía regulación legal de dicho mercado.

Dentro de todos los instrumentos que conciernen a este mercado, la excepción no son las Obligaciones, aún cuando estas, formalmente ya tienen muchas décadas de existencia. Dentro de los ciclos que vive la economía mexicana, hay momentos en los que invertir en Obligaciones resulta una opción muy atractiva. Para ello es necesario contemplar algunos criterios de evaluación como:

- Tendencia de las tasas

Dado la recesión*periódica de las tasas resulta conveniente analizar su trayectoria. Si la tendencia de las tasas es a la alza, entonces conviene una inversión muy líquida, es decir de corto -- plazo; pero si la tendencia de las tasas es a la baja, convienen plazos largos o medios, es en este esquema donde la inversión en Obligaciones resulta muy atractiva.

- Apalancamiento de la empresa emisora

Dado que la adquisición de Obligaciones crea un caracter de acreedor al inversionista con la empresa que las emite, se deberá tomar en cuenta la proporción de deudas de la misma; es claro que entre más apalancada este una empresa, menor capacidad de pago tendrá, y la posibilidad de no amortizar el principal en una emisión de Obligaciones es mayor.

- Rendimiento del próximo cupón (intereses a pagar en el período próximo)

Es necesario tener puntos de comparación en cuanto a rendimientos se refiere para tener la mejor elección. No solo es el hecho de elegir la tasa de rendimiento más alta, sino analizar los riesgos que conlleva dicha tasa. El rendimiento que otorgará en un período una Obligación, deberá de reflejar un premio adicional al que otorgaría otro tipo de instrumento con mayor seguridad.

CAPITULO IV

OTROS INSTRUMENTOS DE RENTA FIJA

4.1 BONOS DEL GOBIERNO FEDERAL PARA EL PAGO DE LA INDEMNIZACION BANCARIA (BIB'S 82)

4.1.1 GENERALIDADES

Estos títulos-valores nacen a raíz de la expropiación de la Banca Privada Mexicana el primero de septiembre de 1982. El Gobierno Federal decidió emitir bonos gubernamentales por un monto idéntico al correspondiente a la suma total del valor, determinado para tal efecto, de cada uno de los bancos sujetos de la expropiación.

Estos títulos-valores constituyen la primera emisión en bonos gubernamentales que el Gobierno mexicano efectúa a través de Bolsa en nuestro país, y dado que se operan dentro de la misma, el cobro por corretaje de los BIB'S es del 0.25% sobre el valor de mercado.

4.1.2 CARACTERISTICAS

Son bonos nominativos emitidos por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público, garantizados directa e incondicionalmente por los Estados Unidos Mexicanos (Gobierno Federal), cuyo valor nominal es de \$100.00 (cien pesos).

Un monto parcial de la emisión fue publicado en el Diario Oficial el 22 de agosto de 1983, representando aproximadamente el 80% de la emisión total y cuyo valor fue de 72 mil millones de pesos aproximadamente.

La emisión de los BIB'S se amortizará en 7 pagos por anualidades vencidas, de los cuales, cada uno de los seis primeros pagos equivaldrá al 14% del monto total, y el séptimo pago equivaldrá al 16%. La primera fecha de amortización fue el 1ero. de septiembre de 1982 contando con un período de gracia hasta el 31 de agosto de 1985; y la última será el 31 de agosto de 1992.

Los BIB'S devengan intereses sobre saldos insolutos a partir del primero de septiembre de 1983, siendo liquidados por pagos trimes-

trales los días primero de los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre de cada año. El primer pago fué efectuado el 1ero. de marzo de 1984, comprendiendo los intereses devengados durante el período semestral que abarcó del 1ero. de septiembre de 1983 al 29 de febrero de 1984.

La tasa de interés aplicable, será aquella que resulte del promedio aritmético de los máximos rendimientos que las instituciones de crédito del país estén autorizadas a pagar por depósitos en moneda nacional a plazo de 90 días, correspondientes a las cuatro semanas inmediatas anteriores al trimestre del que se trate. El Banco de México dará a conocer dichas tasas mediante publicaciones en el Diario Oficial de la Federación.

En cuanto al tratamiento fiscal que deriva al tenedor de los BIB'S será el siguiente:

para la persona moral, tanto la tasa de interés bruta, como las posibles ganancias de capital, serán ingresos acumulables al cierre de su ejercicio fiscal. Las pérdidas serán deducibles del mismo. Para la persona física, la tasa de interés estará sujeta a la retención del 21% sobre los 12 primeros puntos, y las posibles ganancias de capital estarán exentas de cualquier retención.

El pago de la indemnización bancaria se realiza a través de un fideicomiso, en el cual, el fideicomitente* del Gobierno Federal es la Secretaría de Programación y Presupuesto, y el fiduciario* el Banco de México.

4.1.3 FORMA DE OPERACION

La forma de operación de los BIB'S es análoga a los Petrobonos, dado que pagan intereses periódicamente, están sujetos a mercado y tienen un valor nominal.

Tasa de interés:

$$TB = \sum_{i=1}^4 Ti/4$$

donde TB es la tasa bruta
 Ti tasas vigentes de 4 semanas anteriores al trimestre.

La tasa neta estaría dada por la expresión:

$$TN = TB - I$$

donde TN es la tasa neta
 TB es la tasa bruta
 I es el impuesto retenido (21% sobre los 12 primeros puntos)

Dado que los BIB'S pagan intereses en forma trimestral, y que su operación (compra-venta) puede efectuarse durante la vigencia de cualquier trimestre, deberán de calcularse los intereses correspondientes al tenedor hasta la fecha en que los conserve. Estos intereses son calculados sobre el valor nominal y tomando como base 30 días -- por mes.

$$IN = \frac{VN \times TN \times DT}{360}$$

donde IN son los intereses netos
 VN es el valor nominal
 TN es la tasa neta
 DT días transcurridos del trimestre

El precio de compra estará dado por la siguiente expresión, la cual podrá fungir como "egresos":

$$PC = PMKT + COMISION + INT.DEVENGADOS$$

El precio de venta o el ingreso estará dado por:

$$PV = (PMKT - COMISION) + INT.DEVENGADOS$$

El cálculo de la tasa de rendimiento es general para cualquier instrumento de inversión:

$$TR = \left[\frac{PV}{PC} - 1 \right] \frac{360}{N}$$

donde

TR	es la tasa de rendimiento
PV	es el precio de venta
PC	es el precio de compra
N	son los días naturales que se mantuvo la inversión

4.1.4 COMENTARIOS ADICIONALES

Dadas las características de los BIB'S, el perfil del inversionista de estos títulos es generalmente las personas conservadoras, tesorerías, inversionistas institucionales que cuenten con excedentes monetarios de mediano plazo.

Algunas de las ventajas que se tienen al invertir en BIB'S son:

- la obtención de liquidez con 24 horas de anticipación.
- la posibilidad de realizar ganancias de capital.
- tasas de interés competitivas.
- la obtención de un grado de seguridad igual al de cualquier instrumento de renta fija emitido por el Gobierno Federal.

Una situación adversa para el inversionista de los BIB'S estaría dado cuando las tasas de mercado tuvieran una tendencia alcista, y --conjuntamente un mercado secundario deprimido, ocasionando al tene--dor del título tasas rezagadas con respecto a otros títulos.

4.1.5 CONCLUSION

El mercado secundario de los BIB'S todavía es muy delgado, es decir se realizan muy pocas operaciones con estos títulos dentro de la --Bolsa. Este hecho hace difícil la compra o venta de los bonos, regtándole liquidez al instrumento, que aunque en la teoría es de 24 -horas, en la práctica podría ser mayor tiempo.

La determinación de las tasas de rendimiento hace que los BIB'S pa guen tasas rezagadas, es decir el cupón recibido el día de pago in corpora una tasa de interés de 3 meses atrás. De este modo, resul ta lógico que en un escenario de tasas de interés a la baja, estos títulos se vuelvan muy atractivos por el rezago de la tasa y vice versa.

La oferta y la demanda determinan el precio de estos títulos; debi do a esto, el rendimiento no está determinado solamente por los cu pones sino también por las variaciones en el precio de mercado que pueden generar ganancias o pérdidas de capital.

Debido a que los intereses se pagan sobre el valor nominal, es posible obtener tasas de interés mayores a la especificada en el cu pón si se compran los títulos por debajo de su valor nominal. Así mismo, si se adquieren a un precio superior a dicho valor nominal, la tasa de interés obtenida será menor a la del cupón. Esta consi deración se aplica a la gran mayoría de los bonos.

4.2 PAPEL COMERCIAL

4.2.1 GENERALIDADES

El Papel Comercial es un instrumento de financiamiento a corto plazo emitido por personas morales. El objeto principal del emisor es financiar su capital de trabajo abaratando el costo de los recursos obtenidos.

La necesidad de financiamiento con las características típicas del Papel Comercial nacen en forma natural y desde la antigüedad, pero es hasta septiembre de 1980 que el Papel Comercial es implantado en el Mercado Bursátil. Esta incorporación formal a la Bolsa, ha permitido que estos títulos cuenten con una difusión sustancial por -- los medios masivos de comunicación, así mismo aumentar tanto a los emisores como a los inversionistas del Papel Comercial.

El Papel Comercial podrá ser avalado por una Sociedad Nacional de Crédito o simplemente ser quirografario. Cuando la empresa emisora previamente cuenta con la inscripción de otro valor en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios, o el Papel Comercial a emitir estará respaldado por una Institución de Crédito, la colocación es casi inmediata. De no estar en este caso, el emisor deberá de cubrir algunos requisitos para que el instrumento sea inscrito en dicho registro:

- a) El Papel Comercial solo podrá ser emitido por sociedades mexicanas que cuenten con un capital contable de 10 mil millones de pesos, o con ventas anuales superiores a los 10 mil millones de pesos, conforme a estados financieros dictaminados al cierre de su último ejercicio fiscal.
- b) La solicitud requerida por la Comisión Nacional de Valores, deberá estar suscrita por el emisor y el agente colocador*.
- c) El emisor deberá de proporcionar estados financieros dictaminados de su último ejercicio fiscal , y en su caso, estados finan-

cieros internos con una antigüedad no mayor a tres meses, suscritos por el director general de la empresa.

Para lo que a la operación se refiere, se deberán de observar las siguientes reglas:

- 1) Los agentes de valores podrán celebrar operaciones con Papel Comercial de compra y venta, de depósito en administración y de reporto. En ningún caso podrán celebrar operaciones distintas a las señaladas con anterioridad.
- 2) Las operaciones entre Casas de Bolsa solo serán de compra-venta y se concertarán en la Bolsa Mexicana de Valores.
- 3) Los agentes de valores informarán diariamente a la Bolsa Mexicana de Valores con números, al día hábil inmediato anterior, el monto en circulación de Papel Comercial, así como el importe de los reportos vigentes celebrados sobre dichos títulos.
- 4) Las operaciones con Papel Comercial entre Casas de Bolsa y su clientela que se celebran fuera de Bolsa, se considerarán como realizadas dentro y a través de la misma.

El Papel Comercial esta representado por pagarés girados por el emisor a favor de la Casa de Bolsa que efectúe la colocación; el plazo de vencimiento será máximo de 91 días. Dichos pagarés se harán a descuento por lo que no causarán intereses. La amortización de los pagos se hará al vencimiento y no antes de ese plazo.

El tratamiento fiscal del Papel Comercial es igual al de la mayoría de los instrumentos de inversión para las personas morales, es decir acumulable al cierre de su ejercicio fiscal. Para las personas físicas, que en su caso inviertan en estos títulos, pagarán el impuesto sobre la totalidad de los rendimientos que reciban.

La forma de operación del Papel Comercial es igual que a la de los CETES, gozando con las mismas ventajas adicionando la de otorgar --

puntos adicionales sobre los rendimientos de estos. Estas ventajas hacen del Papel Comercial un instrumento muy atractivo, de tal modo que el perfil del inversionista que desea participar en la inversión de estos títulos, será aquél que goce de un excedente monetario. Pero en la práctica, y debido a que las emisiones de este papel todavía son relativamente bajas, la Casa de Bolsa colocadora asigna gran parte del papel a sus sociedades de inversión, de tal manera no existe facilidad de acceso a este tipo de inversión.

4.3 ACEPTACIONES BANCARIAS

4.3.1 GENERALIDADES

Una Aceptación Bancaria, es una operación de crédito a corto plazo, mediante el cual, la Banca Múltiple está en posibilidad de financiar a la pequeña y mediana industria. De esta manera los Bancos - pueden, de una manera directa, inmediata y abierta (pública), buscar el allegarse de los recursos necesarios para satisfacer la demanda de dichos financiamientos.

Aunque en otros mercados la existencia de las Aceptaciones Bancarias es muy antigua, en México fueron implantadas hasta 1981. El procedimiento de estos títulos, consiste en girar letras de cambio endosadas por el girador a favor de una Institución Nacional de Crédito, para que ésta a su vez la pueda negociar entre inversionistas del mercado de dinero.

Las Aceptaciones Bancarias serán emitidas por múltiplos de \$100,000. (cien mil pesos), cotizadas a descuento, y aunque en la práctica se emiten generalmente a plazos de 3 meses, el plazo máximo al que podrán ser emitidas será de 360 días.

El tratamiento fiscal para las Aceptaciones Bancarias es:

- persona moral.- cualquier ganancia recibida será acumulable para el cierre de su ejercicio fiscal.
- persona física.- que en su caso invierta en estos títulos, pagarán el impuesto sobre la totalidad de los rendimientos que reciban.

4.3.2 COMENTARIOS ADICIONALES

Las Aceptaciones Bancarias evitan a las empresas tener que aceptar la reciprocidad que exigen las Instituciones de Crédito en sus préstamos en cuenta corriente, con lo cual se obtiene un financiamiento a menor costo.

El riesgo al invertir en Aceptaciones Bancarias es menor que al de muchos instrumentos de los mercados crediticios (papel comercial, o

bligaciones quirografarias, etc.), ya que la Aceptación Bancaria al haber sido aceptada por el Banco emisor, de hecho equivale a estar avalada por éste.

Este instrumento, a la fecha, es el único que le permite a la Banca una participación activa en el mercado de crédito.

4.3.3 CONCLUSION

Para la Banca el emitir Aceptaciones Bancarias, representa captar recursos que pueden utilizarse en un 100% por no estar sujetos a encaje legal. En momentos de poca liquidez, los bancos pueden hacer frente a la demanda de crédito de sus clientes, pudiendo emitir hasta el 80% de su capital neto. Asimismo, permiten a los emisores -- participar en el mercado de dinero, compitiendo con CETES y Papel Comercial.

Existe un mercado secundario de Aceptaciones Bancarias que facilita la venta anticipada por parte de los inversionistas. Sin embargo, al no existir una obligación contractual por parte de organismos o instituciones privadas o gubernamentales de recomprar los títulos -- antes de su vencimiento, la liquidez del instrumento se ve reducida.

De acuerdo con lo anterior, es importante dejar establecido que el rendimiento solo se garantiza al vencimiento, de modo que si el inversionista decide vender parcial o totalmente su posición de Aceptaciones Bancarias, puede incurrir en ganancias o pérdidas de capital.

4.4. PAGARES DE LA TESORERIA DE LA FEDERACION (PAGAFES)

4.4.1 DEFINICION

Son títulos de crédito denominados en moneda extranjera, en los cuales se consigna la obligación del Gobierno Federal (emisor) de pagar una suma en moneda nacional equivalente al valor de dicha moneda extranjera en una fecha determinada. Dicha equivalencia se calcula utilizando el tipo de cambio controlado de equilibrio, publicada en el Diario Oficial de la Federación el día hábil inmediato anterior al pago.

4.4.2 CARACTERISTICAS

El principal objetivo al emitir PAGAFES es el de otorgar financiamiento al Gobierno Federal, administrado por el Banco de México. Los PAGAFES permanecerán todo el tiempo depositados en el Banco de México, el cual lleva cuentas de "PAGAFES" de las Instituciones de Crédito y Casas de Bolsa, las cuales a su vez, llevan cuentas de éstos títulos de su propia clientela. De esta manera se agiliza cualquier operación realizada con PAGAFES ya que no implican movimientos físicos de los mismos, sino que dichas operaciones se manejan en libros.

Otro de los objetivos al emitir PAGAFES, es el de poder actuar como regulador de la cantidad de dinero que sale del país (fuga de capitales). Esto se hace a través de la operación de compra-venta de los títulos en moneda nacional, resultado de su equivalencia en dólares tipo controlado de equilibrio. Además los PAGAFES deberán otorgar un rendimiento más atractivo que el otorgado por los instrumentos tradicionales en los Estados Unidos de Norteamérica, para premiar al inversionista por invertir en México.

En este aspecto los PAGAFES podrán o no devengar intereses, y ser colocados a descuento (bajo par). Aquellos PAGAFES que devenguen intereses lo harán sobre su valor nominal y a la tasa determinada por el mercado. A la fecha, los PAGAFES han sido colocados a descuento, otorgando a sus tenedores un rendimiento producto del dife-

rencial existente entre el precio de adquisición y su valor de redención, o en su caso de venta.

4.4.3 EMISIONES

El Gobierno Federal, a través del Banco de México coloca semanalmente en el mercado de dinero mexicano emisiones de PAGAFES, las cuales son vendidas a las Casas de Bolsa y Sociedades Nacionales de Crédito bajo la mecánica de subasta, misma mecánica de operación que la de los CETES. Esta mecánica permite asegurar que la tasa de rendimiento de los PAGAFES, representa fielmente a las del mercado, convirtiéndola en una tasa significativa y representativa de éste.

Las emisiones de PAGAFES adquiridas por las Casas de Bolsa son vendidas de nueva cuenta al público inversionista, obteniendo un diferencial por dicha operación.

Los plazos al que estas colocaciones son emitidas son de 28, 56, 91 y 182 días, aunque pudiera ser cualquier plazo siempre y cuando sea menor a un año. Estas colocaciones constituyen el mercado primario, mientras que todas las demás operaciones que se realizan con dichos títulos se consideran mercado secundario.

El mercado secundario está limitado solo a las Casas de Bolsa, estando en posibilidad las Sociedades Nacionales de Crédito de realizar operaciones con las Casas de Bolsa por cuenta de sus clientes, cobrando a estos una comisión.

La existencia del mercado secundario permite que el inversionista -- tenga liquidez en 24 horas o el mismo día. Esto implica que el inversionista no está obligado a mantener sus títulos hasta el vencimiento, sino que podrán ser vendidos total o parcialmente a los precios prevalecientes en el mercado. Sin embargo, la venta anticipada lleva el riesgo de pérdidas de capital, es decir, el rendimiento de los títulos solo esta garantizado al vencimiento.

4.4.4 COMENTARIOS ADICIONALES

La adquisición de PAGAFES está abierta a cualquier persona, física o moral, residente en México. Debido a las características de los títulos el perfil del inversionista debe ser muy específico:

- podrán ser todos aquellos que gocen de un excedente monetario "significativo" y que puedan invertir a mediano plazo.
- aquellas personas que temen de un cambio brusco en la paridad del peso frente al dólar controlado.
- aquellas empresas que por el giro de su actividad requieran de estar cubiertas de fluctuaciones cambiarias, sin importar el sacrificio de los rendimientos, pero que requieran liquidez constante.

De acuerdo con lo provisto en el Decreto Presidencial publicado en el Diario Oficial de la Federación del 28 de julio de 1986, el cual autorizó la emisión de PAGAFES, tanto los intereses como los ingresos derivados de la enajenación, así como la ganancia cambiaria, incluyendo la correspondiente al principal, que obtengan las personas físicas tenedoras de los títulos, estarán exentos del impuesto sobre la renta. Tratándose de personas morales, todas las ganancias derivadas de la enajenación de los títulos serán acumulables al cierre de su ejercicio fiscal.

4.4.5 CONCLUSIONES

Dentro de la diversidad de instrumentos que existen actualmente en el mercado no podemos hacer una clasificación de "buenos" y "malos", esto dado por que hay momentos, circunstancias y ciclos en la economía que influyen en la rentabilidad de cualquier instrumento de inversión.

El PAGAFE, por lo que concierne a sus características técnicas, es un magnífico vehículo de inversión. Ciertamente no en todo momento las circunstancias son favorables para invertir en ellos. Lo mismo ocurre con los Petrobonos y con el Mercado Accionario.*

Para efectos prácticos, un PAGAFE equivale a un CETE denominado en dólares; o a un Petrobono cuando el precio del crudo se encuentra estable o a la baja, solo con la diferencia del plazo de vencimiento.

Son tres las variables que hay que considerar al evaluar el invertir en PAGAFES:

- brecha existente entre el dólar controlado y libre, así como su tendencia más probable en las semanas más próximas.
- ritmo probable de devaluación del dólar controlado.
- tasa de rendimiento vigente en el mercado.

La combinación de estas tres variables plantea que el rendimiento no puede ser determinable de antemano, sin embargo puede ser estimado proyectando algún supuesto del desliz para el período de vigencia del PAGAFE. Por lo tanto y suponiendo fijo el rendimiento en dólares, a mayor desliz mayor rendimiento en pesos y viceversa. Análogamente, suponiendo fijo el desliz, lo que implicaría que el rendimiento en pesos fuera igual al rendimiento en dólares, a mayor rendimiento en dólares mayor rendimiento en pesos y viceversa.

CAPITULO V

SOCIEDADES DE INVERSION

5.1 ANTECEDENTES

El primer inicio de Fondo (o Sociedad) de Inversión que hay en la historia, data de 1860 cuando el joven escocés Robert Fleming se disponía a realizar un viaje de negocios a Estados Unidos, motivo por el cual un grupo de amigos le encargaron la compra de acciones de diversas compañías en los Mercados de Valores de ese país. A Fleming le preocupó el amplio margen de riesgo que significaba una inversión de tal tipo en aquellos momentos de incipiente desarrollo industrial. Así, decidió reunir todas las inversiones en un fondo común y distribuir a cada uno de los interesados, una parte alícuota proporcional de dicho fondo.

En América Latina, México ha sido el pionero en lo que respecta a Sociedades de Inversión. El primer precepto legal data de 1950. Después hubo una reforma en 1963, y otra más en 1965. El 31 de diciembre de 1975, se publicó la Ley de Sociedades de Inversión, y bajo este reglamento fueron operadas las Sociedades de Inversión hasta el año de 1980.

Sin embargo se detectó la necesidad de hacer que las Sociedades de Inversión fueran instrumentos más ágiles para el inversionista, y así, en la reforma a la Ley de Sociedades de Inversión del 31 de diciembre de 1980, se permite que las Sociedades de Inversión operen como sociedades abiertas, es decir, que tengan la posibilidad las mismas sociedades de recomprar los títulos a sus inversionistas. De esta manera empieza la proliferación de las Sociedades de Inversión en el Mercado de Valores.

Antes de 1980 solo existían cuatro Sociedades de Inversión, y estas estaban operadas por Instituciones Bancarias. Estas Sociedades eran de Banamex, Comermex, Banco del Atlántico y Banco Mexicano Sometex. Después de la reforma del 31 de diciembre de ese año, nacieron las Sociedades de Inversión administradas por las Casas de Bolsa y otras organizaciones.

5.2 GENERALIDADES

Las Sociedades de Inversión son instituciones de capital colectivo, cuya estructura jurídica se encuentra basada en la sociedad anónima.

Estas instituciones concentran el dinero de numerosos ahorradores, el cual lo invierten por cuenta y a beneficio de estos, entre un amplio y selecto grupo de valores. La decisión de que valores comprar o vender, cuando, cuanto y a que precio, es tomada por un comité integrado por profesionales del ramo. De hecho, un accionista de un Fondo de Inversión al invertir en él, lo que adquiere es precisamente participación en los resultados del propio Fondo; y los resultados del Fondo, a su vez, dependerán de las inversiones en las que éste haya participado durante un período determinado.

Las Sociedades de Inversión deberán de estar autorizadas por la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (S.H.C.P), y reguladas por la Comisión Nacional de Valores (C.N.V) que ejerce control y vigilancia sobre ellas.

Dado la finalidad de las Sociedades de Inversión, éstas constituyen un instrumento adecuado para incrementar la oferta y la demanda en el Mercado de Valores, además de dar acceso a los pequeños inversionistas a los beneficios que este ofrece, proporcionando la posibilidad de contar con una inversión diversificada y profesionalmente administrada.

La valuación de los Fondos se hará diariamente, y el resultado dependerá del valor que tengan todos los componentes en ese día. A esta totalidad se le divide entre el número de acciones que existen en circulación de dicho Fondo, y se obtiene el precio unitario por acción.

El inversionista adquiere acciones del Fondo, y su rendimiento diario dependerá de la variación que tengan en el precio dichas accio-

nes en relación al mismo.

5.3 TIPOS DE SOCIEDADES DE INVERSION

Las Sociedades se clasifican de acuerdo a su composición en:

- a) Sociedades de Inversión Comunes
- b) Sociedades de Inversión de Renta Fija
- c) Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo

a) Sociedades de Inversión Comunes (o de renta variable):

La característica principal de este tipo de Sociedades, consiste en el tipo de valores y documentos en las que están autorizadas para invertir, siendo estos los siguientes:

- a.1) renta variable.- acciones y certificados de aportación patrimonial (CAP's).
- a.2) renta fija.- Obligaciones, Petrobonos, Bonos de Indemnización Bancaria, Bonos Bancarios de Desarrollo, Bonos de Renovación Urbana, Pagarsés.
- a.3) mercado de dinero.- CETES, PAGAFES, Papel Comercial, Aceptaciones Bancarias, Pagaré Empresarial Bursátil.

Las limitaciones en cuanto a los porcentajes máximos en que pueden invertir los diferentes tipos de instrumentos son:

- 1) Podrán invertir hasta el 10% de su capital contable en una misma empresa.
- 2) La inversión en una misma emisora no deberá exceder el 30% de las acciones que representan su capital social.
- 3) En documentos emitidos o avalados por Instituciones de Crédito podrán invertir hasta un 30% de su capital contable.

b) Sociedades de Inversión de Renta Fija:

Estas Sociedades cobraron un impulso notable a raíz de la introducción en los Estados Unidos de Norteamérica de la "CMA" (cash management account-cuenta de manejo en efectivo), en el año de 1977.

Aquí en México, estas Sociedades también son conocidas como Fondos del Mercado de Dinero. En este tipo de Sociedades, los valores permitidos para invertir en ellos, son instrumentos de renta fija y del mercado de dinero.

Por otra parte la Sociedad tiene la posibilidad de invertir hasta el 50% de sus recursos en CETES.

c) Sociedades de Inversión de Capital de Riesgo:

El aspecto más importante que destaca a este tipo de Sociedades, es la canalización de sus recursos, ya que están dirigidos a que la estructura financiera de las empresas sea más sólida, para -- que los recursos que requiere su expansión sean adecuados y permanentes, así como para propiciar que un mayor número de accionistas participe en la propiedad de las empresas.

Con este tipo de Sociedades de Inversión, se pretende apoyar la expansión de las empresas existentes, además de promover y financiar la inversión.

Las empresas promovidas tienen la posibilidad, llegado el momento de que sus acciones se coloquen a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

Al igual que las otras Sociedades, las Sociedades de Capital de Riesgo están reglamentadas por una parte por la Ley de Sociedades de Inversión, destacando las siguientes reglas:

- 1) Señalarán las características de las empresas en que podrá invertirse el capital contable de las Sociedades de Inversión a las que se les conocerá como "empresas promovidas", sin que sean menos de 5 empresas.
- 2) El porcentaje máximo del capital contable de las Sociedades de Inversión que podrá invertirse en acciones emitidas por una misma empresa promovida será del 20%; y en obligaciones e-

mitidas por una o varias empresas promovidas será del 25%.

- 3) El porcentaje máximo de acciones representativas del capital de una misma empresa promovida que podrá adquirir una Sociedad de Inversión será del 49%
- 4) Este tipo de Sociedades deberán capitalizar por lo menos el 20% de las utilidades netas obtenidas en cada ejercicio. El 80% restante quedará sujeto a la aplicación que determine, - en cada caso, la asamblea general ordinaria de accionistas.

Además, tanto la Sociedad de Inversión como las empresas promovidas, tendrán la obligación de someterse a la inspección y vigilancia de la Comisión Nacional de Valores; así como de proporcionarle la información que señale dicha comisión.

Los objetivos en cada uno de los tipos de Sociedades de Inversión, son muy distintos entre sí. Así la de Renta Variable busca la apreciación del capital (plusvalía) a través de plazos largos y --- riesgos mayores. Las fluctuaciones en los precios de dichas acciones suelen ser sustanciales en ambas direcciones.

Las Sociedades de Renta Fija tienen como objetivo la obtención de la plusvalía pero vía intereses. Los plazos de inversión típicamente son muy cortos, y los rendimientos obtenidos son usualmente muy seguros y constantes.

El tercer tipo de Sociedades tiene como objetivo el de ser participes del crecimiento y desarrollo de una empresa, y para ello se requiere de plazos generalmente largos.

Existe una Sociedad de Inversión que se opera de manera muy distinta, con un objetivo distinto a los antes mencionados. Este fondo de inversión es el "Fondo México".

El Fondo México fue creado a iniciativa de la Secretaría de Hacienda

da, y Crédito Público, la Comisión Nacional de Valores y por algunas Casas de Bolsa, con el fin de atraer inversión extranjera al Mercado de Valores mexicano.

El Fondo México fué colocado el 11 de junio de 1981, principalmente entre inversionistas estadounidenses y europeos. El monto inicial colocado fué de 120'000,000. de dólares, representando diez millones de acciones. El precio de colocación fué de \$12.00 dólares por acción. Hubo una segunda colocación el 20 de diciembre de 1983 por doce millones ochocientos mil acciones adicionales.

La operación del Fondo México es muy similar a cualquier otra de -- las actualmente existentes, pero con las siguientes limitantes:

- El Fondo México es una Sociedad de Inversión de carácter cerrado, es decir, dicho fondo no podrá recomprar sus propios valores.
- No podrá invertir más del 5% de sus activos por emisora, y ésta - participación no puede exceder al 10% del capital de una sola empresa.
- El 35% de su cartera no puede estar invertida en una sola rama, - ya sea petroquímica, minera, autopartes, comercial , etc.

5.4 VENTAJAS

Liquidez asegurada.

Dada la reforma del 31 de diciembre de 1980 a la Ley de Sociedades de Inversión, en la cual se estipula la operación de las mismas de una manera abierta, es decir que las Sociedades podrán recomprar -- sus propios títulos, se han hecho instrumentos líquidos.

Cuando un inversionista desea obtener o hacer efectivo su dinero, - simplemente vende sus acciones al mismo fondo, el cual a su vez, -- vende esos títulos a aquél inversionista que desea participar en el

fondo. En caso de que éste esquema teórico se distorsione, es decir que exista una mayor demanda de efectivo que de acciones, existe una proporción tal en cualquier tipo de fondo, que por Ley deberá de estar invertido en un instrumento altamente líquido. Cuando una mayor oferta de títulos se presente, se venderá en el mercado secundario la parte necesaria de los instrumentos líquidos para otorgar el derecho de liquidez al inversionista. El comité de cada fondo deberá de prever o manejar un porcentaje tal en instrumentos líquidos que le permita cumplir con la obligación de otorgar liquidez a los inversionistas.

Diversificación.

Diversificar consiste en distribuir una inversión en varios valores cuya correlación sea 0 ó -1 entre sí, con la finalidad de reducir los riesgos inherentes a la concentración. Es obvio que la diversificación tiene un límite, y que además se deberá de contemplar el tipo de fondo del que se está hablando, el tipo de inversionistas al que va dirigido, las condiciones que prevalecen en cada mercado, y el objetivo del fondo para escoger los valores que integrarán el mismo.

El comité de cada fondo evalúa las alternativas y los porcentajes idóneos de los instrumentos que deberán constituir cada fondo, de tal manera que el impacto de cualquier variación individual a favor en la valuación del fondo sea máxima, y en contra sea mínima.

Montos.

Un número significativo de inversionistas no disponen de excedentes monetarios en cantidad suficiente para incursionar en el Mercado de Valores ni en sus beneficios, y por cuestiones de la ley de la oferta y la demanda, en tanto mejor sea una alternativa de inversión mayor será su demanda y por lo tanto menor su oferta, esto implicaría un aumento en el costo de adquisición de dicha alternativa.

Al ser participe de un fondo, el pequeño y mediano inversionista gozará de los mismos privilegios que los inversionistas institucio-

nales.

Profesionalismo,

El comité encargado del fondo estará integrado por personas profesionales en el ramo financiero, además de contar con el apoyo de un departamento de análisis para cualquier decisión de inversión que afecte al fondo,

5.5 CONCLUSIONES

Para la mayor parte de los tratadistas, las Sociedades de Inversión constituyen el mecanismo ideal para que el pequeño y mediano inversionista participe en el Mercado de Valores.

En esencia la Sociedad de Inversión por la diversificación que presenta, disminuye los riesgos de la inversión bursátil y promedia las utilidades. Dentro de estas instituciones la gran cartera de valores con la que cuentan actúa como sus activos y sirven de respaldo para emitir acciones y ponerlas a la venta entre el público inversionista. El inversionista al adquirir una acción del fondo estará obteniendo una participación en una empresa, cuya característica en este caso, es que no realiza actividades industriales, comerciales o de servicio, sino de inversión.

Este tipo de sociedades piensa y actúa por sus beneficiarios en la forma en que ellos lo harían si tuvieran el tiempo, la experiencia, y la información suficiente y oportuna.

Todos los beneficios que ofrecen las Sociedades de Inversión se reflejan en la aceptación de éstas entre el público inversionista. De haber existido cuatro Sociedades de Inversión hace algunos años, en la actualidad existirían más de 100 Fondos operando.

CONCLUSIONES

En la última década debido a la volatilidad económica y financiera, las decisiones de inversión han implicado, no sólo la revisión de las alternativas existentes sino que además ha sido necesario desarrollar la habilidad y el conocimiento para poder anticipar los cambios, su momento y dirección en el ámbito económico.

Este es el momento propicio para aquellas personas profesionales, - envueltas en el medio financiero, repasen o aprendan los fundamentos básicos de una inversión, apoyado y orientado por la informa---ción para establecer una mejor metodología en sus decisiones financieras.

Debido a los antecedentes económicos de la última década, dentro de cualquier metodología el aspecto relevante será la diversificación de la cartera de inversión, teniendo en cuenta que cada instrumento tiene su propia razón de ser y su mecánica de operación específica.

De los instrumentos expuestos en la presente tesis, el de mayor --- trascendencia es el CETE. Como se puede observar en las gráficas, éste ha sido el instrumento con mayor operatividad dentro de la Bolsa Mexicana de Valores; el de mayor peso dentro de la colocación de deuda interna del Gobierno Federal a través de los diferentes valores; y el de mayor aceptación entre el público inversionista, todo esto de una manera consistente y progresiva. Cabe señalar que no - se debe entender como el "mejor" instrumento, ya que existen instrumentos incomparables entre sí. Lo que sí podemos asumir, es que el CETE, a diferencia de muchos otros instrumentos, no es circunstancial, de aquí su consistencia, y la aceptación ha sido producto de su fácil manejo entre otras bondades. La operatividad ha sido resultado en una parte por la participación del Banco de México para venir realizando la finalidad con la que fué creada el CETE, regulación monetaria, a través de compra-ventas continuas de montos importantes, pero también por la demanda del público inversionista, tanto tesorcerías como personas físicas.

De los instrumentos circunstanciales los Petrobonos y los PAGAFES -

definen muy bien la circunstancia por la que tienen mayor demanda. De los PAGAFES no hay mucha historia. En su poca existencia viven una e tapa muy turbulenta, con la vivencia de un "crack" en la Bolsa Mexicana de Valores, la incertidumbre en el tipo de cambio, la implantación del Pacto de Solidaridad Económica, el cambio de sexenio, etc. Debido a esto su operatividad, aún cuando no ha sido significativa por su reciente creación, ha sido consistente y progresiva.

En cambio, los Petrobonos dado que tienen mayor tiempo de existencia, han tenido una participación inconsistente dentro de la estructura -- del valor de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores. Esta -- inconsistencia está definida por la circunstancialidad del Petrobono. Así podemos observar que en los años de mayor participación en las operaciones de la Bolsa, se produjeron cambios drásticos en la paridad cambiaria.

En 1982, cuando su participación fué de las más altas en la última década (4.7%), se introdujo el control de cambios en México, existiendo una devaluación, pasando la cotización del dólar de \$26.28 pesos en -- el mes de enero a \$45.00 pesos en marzo del mismo año. De 1983 a --- 1984 la participación del Petrobono fué decayendo paulatinamente. Es en 1985 donde tiene un incremento nuevamente dentro de las operacio-- nes de la Bolsa, año en la que la cotización del dólar pasa de \$210. pesos a principios de año a \$450. pesos a finales del mismo año; la -- participación de los Petrobonos fué creciendo en 1986 hasta llegar a un 3.2%, y fué en este año donde la tasa de depreciación del dólar au mentó a 148%. En los años subsecuentes se da una disminución en la -- participación dentro de la Bolsa, pero no porque exista una estabilidad cambiaria, sino por la aparición de los PAGAFES, que en los mis-- mos años tuvieron una demanda sorprendente.

En épocas de incertidumbre, la demanda se deprecia para los instrumen-- tos de largo plazo. En el caso de las Obligaciones aún cuando son -- instrumentos muy antiguos, han tenido un crecimiento lento con una -- participación dentro de las operaciones de la Bolsa muy pequeña. Tam-- poco han tenido gran auge dentro de la colocación de deuda interna --

del Gobierno Federal durante la última década. No obstante su débil mercado, su existencia será perdurable dado a que no existen muchas alternativas de inversión a largo plazo en lo que a instrumentos se refiere, y conforme se dé una estabilidad económica su participación se vera acrecentada.

Otro instrumento de inversión a largo plazo son los BIB'S, con una vida relativamente corta. En cuanto al crecimiento de sus operaciones su trayectoria ha sido inconsistente. En el año de 1984 tiene un crecimiento del 800% respecto al año anterior, presentando una baja precipitada para el año de 1985, tanto en el valor de la estructura de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores, como en sus operaciones independientes, pero fué en este año que se efectúa la -- primera amortización de los BIB'S. De aquí en adelante se "peso" -- dentro de las operaciones de la Bolsa se ve decrementado año tras año debido a las amortizaciones anuales, hasta llegar a ser nula en -- un futuro.

En lo que respecta a las Aceptaciones Bancarias, otro de los instrumentos de inversión de corto plazo, inició su vida con gran demanda teniendo una participación realmente significativa de las operacio-- nes de la Bolsa. Pasando de 1.9% en 1984 a 12.9% en 1985 y finalmen-- te alcanzar su máximo en 32.95% durante 1986. Fué precisamente en -- febrero de este año que se autorizó la emisión de este instrumento, por cuenta propia de los bancos múltiples y libre de encaje legal, -- hasta por un monto equivalente al 100% de su capital neto. En agosto de 1987 hubo una disminución al régimen de encaje legal de la banca, lo cual generó una disminución del uso de las Aceptaciones Banca-- rias, dado que los Bancos utilizaron sus carteras de crédito en forma directa. En una política restrictiva del crédito las Aceptacio-- nes tenderán a una mayor participación dado que son una de las pocas alternativas de financiamiento para las empresas por no estar suje-- to a control gubernamental estricto.

El Papel Comercial tiene un crecimiento sostenido desde su inicio -- hasta alcanzar una participación dentro de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores del 18.4% en 1982 y aún cuando ésta disminuye

a 8.9% el siguiente año, su operación sigue creciendo hasta alcanzar en 1983 un crecimiento del 28.52% con respecto al año anterior. Existió un decremento notorio en 1984 tanto en su participación dentro de la estructura del valor de las operaciones de la Bolsa (1.9%), como en sus operaciones independientes teniendo un decremento del 46.61% respecto a 1983. Es en este año cuando surgen las Aceptaciones Bancarias, que aún cuando ambos instrumentos son de corto plazo, la facilidad de emisión es mucho mayor en éstas que el Papel Comercial, sobretodo si se trata de pequeñas y medianas empresas. No obstante, el Papel Comercial seguirá siendo utilizado por las tesorías de grandes empresas para enfrentar necesidades de liquidez, y ésta demanda se podrá ver acrecentada en medida que los requisitos administrativos y financieros se agilizen.

Como se puede ver, el "peso" dentro de las operaciones de la Bolsa Mexicana de Valores de los instrumentos de Renta Fija es relevante, con niveles de participación siempre mayores al 80%. Dicha participación no es cosa temporal ni de moda, el potencial de oferentes y demandantes lo consolidará aún más.

G L O S A R I O D E T E R M I N O S

ACCION. Título de crédito que representa para sus tenedores la frac
ción en que está dividido el capital social y el conjunto de dere-
chos y obligaciones que le otorgan como socio.

ACCION COMANDITARIA. Llamada también de responsabilidad limitada; -
título que representa a sus tenedores los beneficios en la propor-
ción del capital invertido sin intervenir en la administración de -
la empresa.

ACCION COMUN. Conocidas también como ordinarias, y son aquellas que
confieren los mismos derechos a los socios.

ACCION PREFERENTE. Conocidas también como privilegiadas o de voto -
limitado, y son aquellas para las que se pacta el derecho a voto so
lo en las asambleas extraordinarias. En el caso de liquidación ten
drán preferencia respecto de las comunes.

AGENTE COLOCADOR. Actualmente se ha sustituido éste término por in
termediario colocador; es aquella(s) institución(es) (Casas de Bol-
sa) que se encargan de los trámites, publicaciones, etc. de nuevas
colocaciones de títulos.

AGENTE DE VALORES. Nombre con el que se designa a los intermedia---
rios en el Mercado de Valores. Los agentes de bolsa personas mora-
les son conocidos como Casas de Bolsa.

APALANCAMIENTO. Proporción que guardan las deudas en relación con -
el capital propio de una empresa.

ASAMBLEA GENERAL. También llamada ordinaria; es el evento en el que
se reúnen los accionistas de una empresa para tratar asuntos de in-
terés general, como la evaluación de los resultados de la empresa,
nombramientos administrativos, etc.. Por Ley se celebrará cuando me
nos una por año.

BAJO PAR. Término con el que se designa a los títulos que son colo-

cados con un valor menor al que tendrán a su vencimiento.

BANCO CENTRAL. En México es el Banco de México, el amado también --- Banxico.

BASE MONETARIA. Es la suma de los recursos líquidos (billetes y monedas) y no-líquidos, tanto en poder del público como en depósito en Instituciones de Crédito o en el Banco de México.

BURSATILIDAD. Es el grado de negociabilidad de un valor cotizado a través de la Bolsa Mexicana de Valores.

CAPITAL CONTABLE. Es la diferencia que existe entre los bienes o derechos (activos) y las deudas u obligaciones (pasivos) de una empresa.

CAPITAL DE TRABAJO. Son los bienes destinados a la producción de otros bienes o servicios.

CAPITAL SOCIAL FIJO. Capital mínimo hasta cuyo límite podrán hacerse retiros de capital, estando expresamente prohibida por la Ley cualquier reducción del capital que tenga como consecuencia disminuirlo a una cifra menor que la fijada bajo esta denominación.

CARTERA DE INVERSION. Conjunto de valores agrupados dentro de un mismo contrato, pertenecientes a una persona física o moral.

COLOCACION PRIMARIA. Emisión de valores resultantes de aumento en el capital de las empresas, obteniéndose recursos frescos y diversificación.

COMISION NACIONAL DE VALORES. Organismo regulador y promotor del Mercado de Valores y de la vigilancia debida a los ordenamientos legales.

CRUCE. Es un tipo de operación que se da en el piso de remates de

la Bolsa cuando un operador de piso recibe una orden de compra y otra de venta, coincidiendo en el mismo valor y precio. De ésta manera el corredor de valores representa simultáneamente los intereses tanto del comprador como del vendedor.

CUPON. Es la representación de un derecho futuro. En el caso de -- instrumentos de renta fija representa los derechos para el cobro de intereses; para el caso de las acciones representa el derecho del -- pago de dividendos.

EJERCICIO FISCAL. Llamado así al periodo anual seleccionado por los accionistas de una empresa para evaluar el desarrollo económico de sus operaciones.

EMISOR. Nombre genérico que reciben quienes emiten títulos de propiedad, de crédito o bonos.

ENDOSO. Medio por el cual una persona (endosante) transmite a otra (endosatario) un título de crédito a la orden.

FIDEICOMISO. Entrega de recursos monetarios a una Institución Financiera para que a su vez los administre e invierta discrecionalmente.

FIDEICOMITENTE. Es la persona que entrega los recursos para la formación de un fideicomiso.

FIDUCIARIO. Es la Institución administradora de un fideicomiso.

GANANCIA CAMBIARIA. Es la diferencia obtenida a favor del inversionista producto de las fluctuaciones del peso frente a otra moneda -- extranjera, generalmente al dólar americano.

GANANCIA DE CAPITAL. Es la diferencia obtenida a favor del inversionista producto de la venta de un título a un precio mayor que el de su compra.

HIPOTECA. Derecho que grava un inmueble haciéndole responsable del pago de una deuda.

INTERMEDIARIOS FINANCIEROS. Aquellas personas físicas o morales que dentro del Mercado de Valores realiza las actividades de correduría, comisión u otras tendientes a poner en contacto la oferta y la demanda de valores, así como las de administración y manejo de carteras de valores propiedades de terceros. En México los intermediarios financieros son las Casas de Bolsa, y solo existen 6 personas físicas que actúan como tal.

LIQUIDEZ. Capacidad de obtener dinero en efectivo para los usos requeridos. A nivel de la economía en general se dice a la dificultad o facilidad existente para obtener créditos.

MERCADO. Conjunto de mecanismos que facilitan el intercambio de bienes y servicios entre diferentes personas o entidades.

MERCADO ACCIONARIO. Es el punto de concurrencia donde la demanda la constituyen los fondos provenientes de las personas, empresas y gobierno, y la oferta está constituida por las acciones de las empresas.

MERCADO DE CAPITALLES. Punto de concurrencia donde se intercambian recursos, tanto propios (acciones) como ajenos (créditos de cualquier tipo), a largo y mediano plazo.

MERCADO DE DINERO. Punto de concurrencia donde los demandantes depositan fondos por un corto periodo utilizados para el mantenimiento equilibrado de los flujos de recursos.

MERCADO DE VALORES. Mecanismo que permite la emisión, colocación y distribución de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios y aprobados por la Bolsa Mexicana de Valores.

MERCADO PRIMARIO. Lo constituyen las colocaciones nuevas de valores en las que existe entrada de dinero fresco para la empresa emisora.

MERCADO SECUNDARIO. Lo constituye un "cambio de manos" en los valores que se encuentran en poder del público inversionista.

OFERTA PUBLICA. Ofrecimiento de una emisión de valores masiva o a persona indeterminada con el objeto de suscribir, enajenar o adquirir valores en serie o en masa.

PERSONA FISICA. Término jurídico para individuo con capacidad legal de contratar.

PERSONA MORAL. Término jurídico para las empresas y en general cualquier tipo de agrupación, asociación o sociedad con capacidad jurídica propia e independiente de sus integrantes individuales.

PISO DE REMATES. Lugar donde se reúnen agentes de bolsa y operadores de piso para realizar operaciones de compra-venta de valores.

PRECIO DE MERCADO. Llamado también valor de mercado, y es el precio prevaleciente en la Bolsa en un determinado momento y por un monto específico de operaciones.

PRECIO DE REDENCION. Valor al que se amortizará un título.

PROSPECTO DE COLOCACION. Folleto que publica una empresa pública o privada previa o simultáneamente a la colocación pública de acciones o deuda, a través del mecanismo bursátil.

RECESION. Fase depresiva en el crecimiento de la producción de bienes y servicios de un país o área económica.

RENTA FIJA. Sector del Mercado de Capitales cuyos valores garantizan un rendimiento constante o flotante y su amortización regularmente es a valor nominal al termino del plazo que se emitieron.

RENTA VARIABLE. Sector del mercado de capitales que se enfoca prácticamente a acciones emitidas por las empresas, las cuales no tienen un rendimiento garantizado y se encuentran sujetas a los resultados de las emisoras.

REPORTO. Operación en la cual una persona llamada reportador (empresa inversionista) adquiere títulos en propiedad a cambio de una contraprestación de dinero de otra llamada reportado (Casa de Bolsa), y se compromete a devolver los mismos títulos a cambio de la misma contraprestación, más un premio en la fecha convenida.

S.D. INDEVAL. Sociedad de depósito para el instituto para el depósito de valores. Organismo con personalidad jurídica y patrimonio propios cuyo objetivo es prestar un servicio público para satisfacer necesidades de interés general relacionadas con la guarda, administración, compensación, liquidación y transferencia de valores. - En la reforma de la Ley de Mercado de Valores de 1986, se dispuso que a partir de 1987 pasara de propiedad del Gobierno Federal al gremio bursátil, cambiando su denominación social a S.D. Indeval, - S.A. DE C.V.

SOBREVALUACION. Situación en la que el valor de un título sube más allá del nivel indicado por su valor teórico.

SUBVALUACION. Situación en la que el valor de un título baja más allá del nivel indicado por su valor teórico.

TASA DE DESCUENTO. Cantidad expresada porcentualmente y referida a un plazo de tiempo que se le debe aplicar al valor nominal de un título para obtener un precio bajo par y de aquí derivar una ganancia

TASA DE INFLACION. Porcentaje resultante del comportamiento del valor de una muestra de bienes y servicios de la economía, utilizados consistentemente durante un determinado periodo.

TASA DE RENDIMIENTO. Diferencia entre el precio de compra y de ven-

ta de un valor, expresada porcentualmente y referida a un plazo de tiempo.

TITULO. Sinónimo de valor.

VALOR. Cualquier documento que representa propiedad de algún bien.

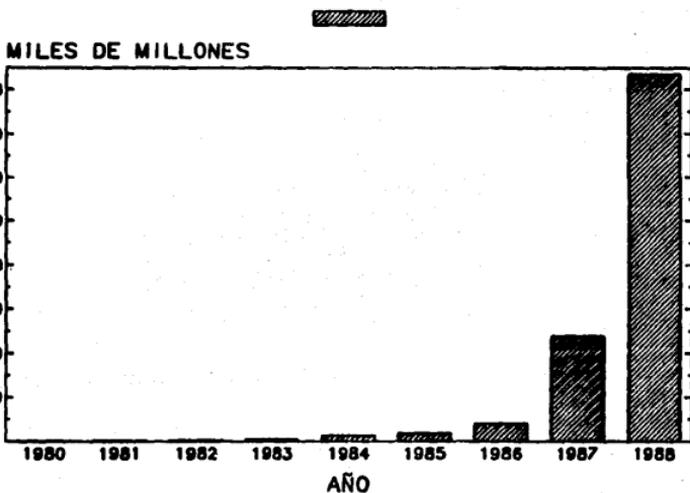
VALOR DE AMORTIZACION. Precio al que se vencerá un título después de un plazo determinado.

VALOR NOMINAL. Es el precio unitario que corresponde a un título, ya sea por el resultado de dividir el capital social de una empresa entre el número de acciones en circulación en un momento determinado, o por facilidad de manejo (CETES, etc.).

VALOR TEORICO. Precio "supuesto" de un título que debería tener - si las fuerzas de la oferta y la demanda no le afectarían.

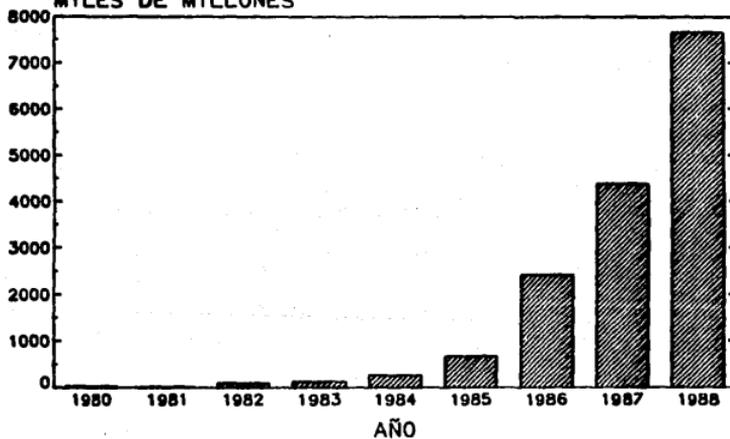
GRAFICAS

CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
CETES 1980-1988

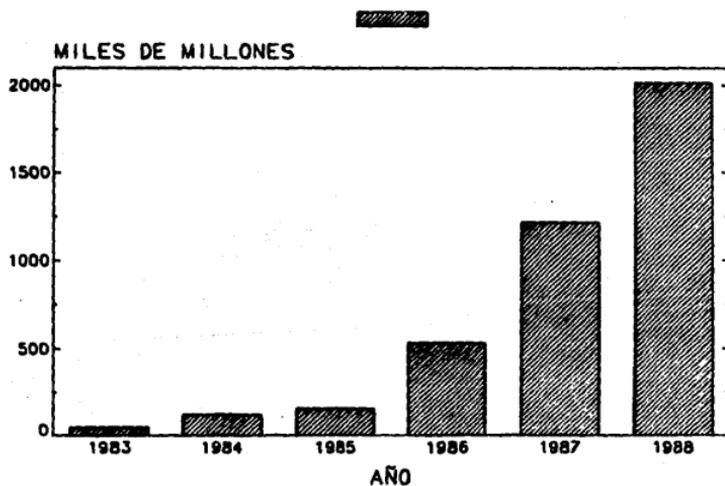


CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
PETROBONOS 1980-1988

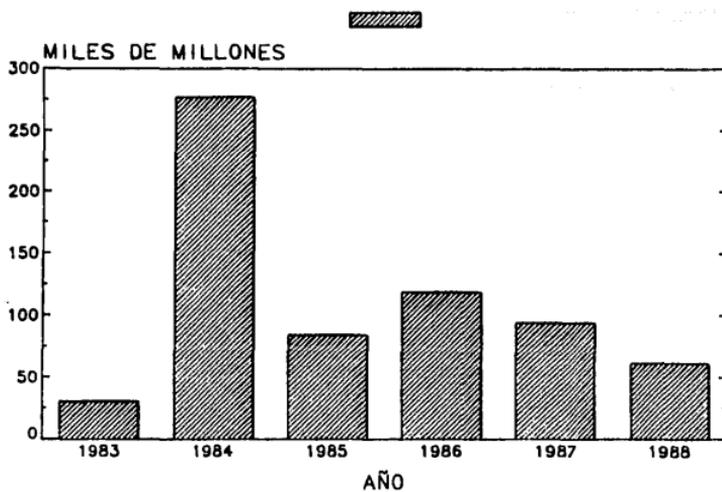
MILES DE MILLONES



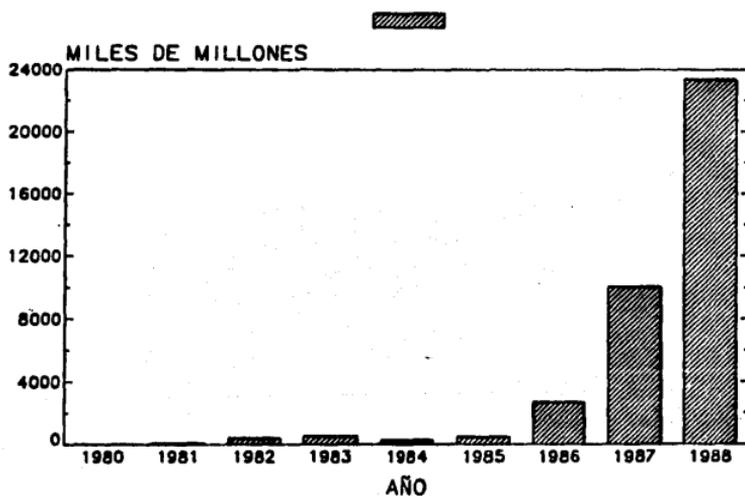
CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
OBLIGACIONES 1983-1988



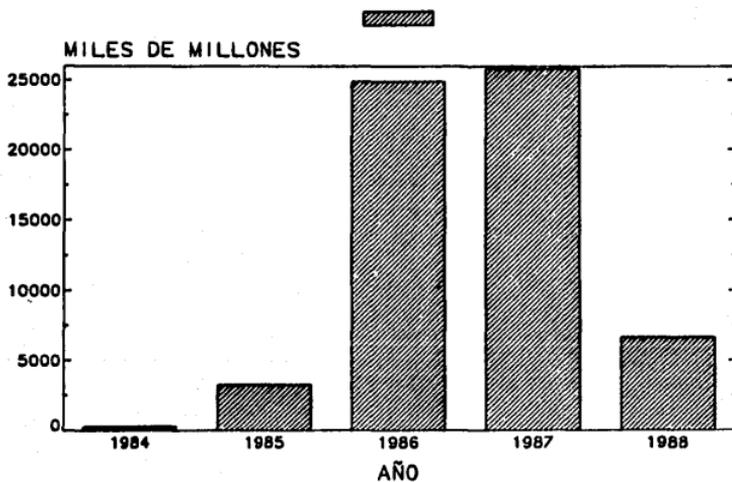
CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
BIB'S 1983-1988



CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
PAPEL COMERCIAL 1980-1988

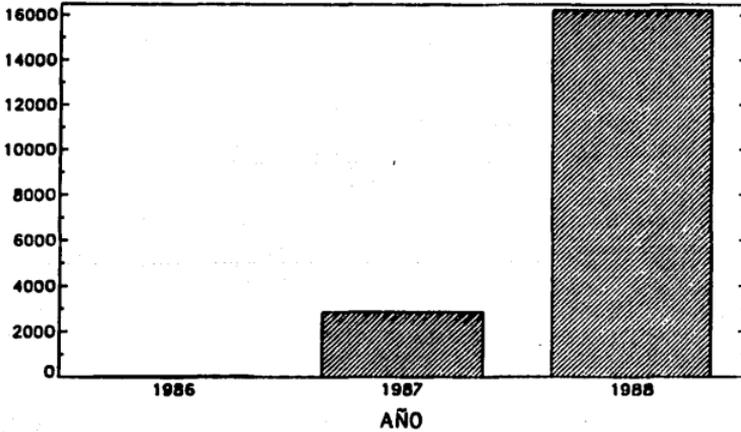


CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
ACEPTACIONES BANCARIAS 1984-1988

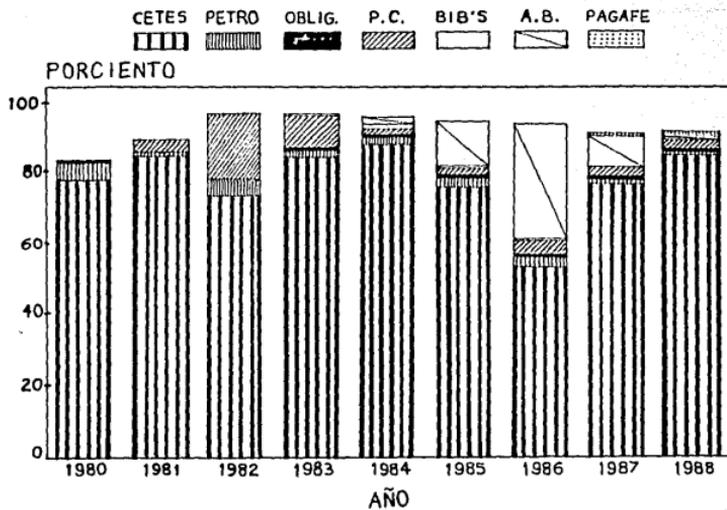


CUADRO COMPARATIVO DE OPERACIONES
PAGAFES 1986-1988

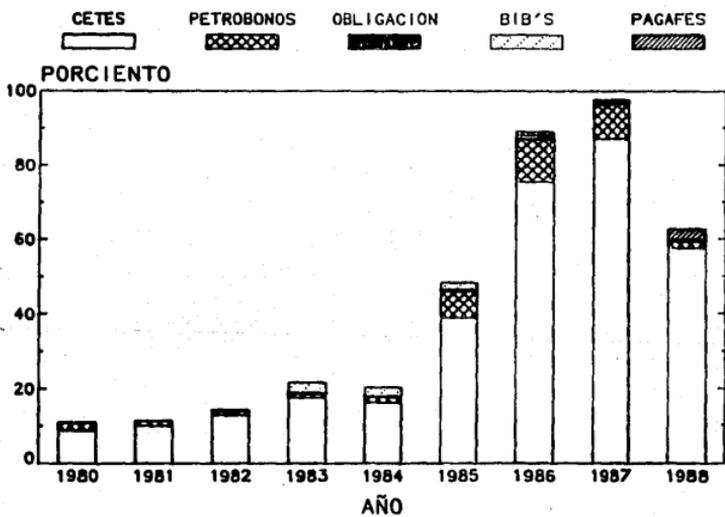
MILES DE MILLONES



ESTRUCTURA DEL VALOR DE LAS OPERACIONES BOLSA MEXICANA DE VALORES 1980-1988



COLOCACION DE DEUDA INTERNA VIA VALORES BURSATILES



BIBLIOGRAFIA

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

- 1.- Escudero, Albuerna A
La Bolsa de Valores, guía práctica para el nuevo inversionista.
Ed. Trillas, México, 1979.
- 2.- Ezcurdia, Elola L
Introducción a la inversión en Bolsa, 2da. ed.
Ed. Pirámide, México, 1979.
- 3.- Hernández, Bazaldúa R, Mercado, Sánchez L.E.
El Mercado de Valores, una opción de financiamiento e inversión.
Ed. Loera Chávez Hnos., México, 1985.
- 4.- Heyman, T
Inversión contra inflación. Análisis y administración de inversiones en México, 2da. ed.
Ed. Milenio, México, 1986.
- 5.- Lagunilla, Iñarritu A
La Bolsa en el Mercado de Valores de México y su ambiente empresarial, 1895-1974.
Bolsa Mexicana de Valores, México, 1975.
- 6.- Marmolejo, González M
Inversiones, práctica, metodología, estrategia y filosofía , ---
3ra. ed.
IMEF, México, 1987.
- 7.- Antología de la planeación en México 1917-1985. Tomo IX.
Secretaría de Programación y Presupuesto
Ed. Fondo de Cultura Económica, México, 1985.

- 8.- Anuario Financiero y Bursátil
Bolsa Mexicana de Valores, México, 1977.
- 9.- Conceptos y términos del Mercado de Valores
IMMEC, México, 1986.
- 10.- Informe anual del Banco de México 1977 - 1988
Subdirección de investigaciones económicas
Banco de México, México.
- 11.- Instrumentos del Mercado de Valores. Manual de apoyo. vol.III
IMMEC, México, 1986.
- 12.- Introducción al Mercado Bursátil. Manual de apoyo. vol. I
IMMEC, México, 1986.
- 13.- Ley del Mercado de Valores. 11 ra. ed.
Comisión Nacional de Valores
Talleres gráficos de la Nación, México, 1987.
- 14.- Ley de Sociedades de Inversión
Comisión Nacional de Valores
Talleres gráficos de la Nación, México, 1987.
- 15.- Circulares del Banco de México 10-109; 5 octubre 1988.
Banco de México, México, 1988.
- 16.- Diario Oficial de la Federación
México 22 de agosto de 1983.