

Lej: 187

# UNIVERSIDAD NACIONAL AUTONOMA DE MEXICO

FACULTAD DE ECONOMIA



DESARROLLO DEL MERCADO DE VALORES  
(1979 a 1981)

**T E S I S**

Que para obtener el Título de:  
**LICENCIADO EN ECONOMIA**  
P r e s e n t a:

**ALEJANDRO SANCHEZ QUIROGA**

México, D. F.

1983



Universidad Nacional  
Autónoma de México

Dirección General de Bibliotecas de la UNAM

**Biblioteca Central**



**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 esta 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.

## C O N T E N I D O

Prologo .....	1
Introducción .....	3
Marco Teorico .....	6

### CAPITULO I

<u>BREVE BOSQUEJO HISTORICO DE LA BOLSA DE VALORES Y SUS CONCEPTOS GENERALES.</u>	19
1.1. Principales Características .....	20
1.2. La Bolsa y el Sistema Financiero .....	22
1.3. El Mercado de Valores en México .....	26
1.4. Beneficios que obtienen las Empresas con Acciones en el Público .....	32
1.5. Beneficios que obtienen quienes venden un cierto porcentaje de su capital al Públi co Inversionista .....	33
Anexo I .....	37
Anexo II .....	38

### CAPITULO II

#### PRACTICA BURSATIL

II.1 Generalidades .....	39
II.2 Valor de Mercado .....	39
II.3 Valor Técnico .....	42
II.4 Análisis Técnico .....	49
II.5 Análisis Fundamental .....	51
II.5.1 Estudio de Multiplos .....	57
II.5.2 Estudio de Dividendos .....	59

II.6 Factor riesgo.....	61
-------------------------	----

### CAPITULO III

#### LAS INVERSIONES EN VALORES

III.1 Definición General de Valores .....	66
III.2 Clasificación de los Valores .....	66
III.3 Función de los Valores .....	68
III.4 Efectos de la Inflación sobre la Captación de recursos .....	68
III.5 Valores de Renta Fija y Variable .....	69
III.5.1 Generalidades .....	69
III.5.2 Valores de Renta Fija .....	71
III.5.3 Valores de Renta Variable .....	98
III.5.4 Clasificación de las Acciones .....	98
III.5.4.1 Atendiendo a su origen .....	99
III.5.4.2 En Cuanto a su Forma .....	99
III.5.4.3 En Cuanto a los Derechos que confieren .....	100
III.5.4.4 Atendiendo a su Forma de Pago .....	103

### CAPITULO IV

#### MERCADO DE VALORES 1979-1981

Generalidades .....	104
IV.1 Países en Desarrollo y su Economía .....	105
IV.1.1 Tasa de Interés .....	108
IV.2 La Influencia de E.U. (recesión, tasas de interés e inversión) .....	114
IV.2.1 La inflación en E.U. ....	116
IV.3 La Economía de México y el Mercado de Valores .....	118

IV.3.1 El Financiamiento de Gasto Público ...	120
IV.3.2 La Valuación de la Moneda y la Dolari- zación .....	123
<b>IV.4 <u>EL MERCADO DE VALORES Y SU COMPORTAMIENTO</u></b> <b><u>EN RELACIÓN A LA ECONOMÍA DEL PAÍS</u></b>	
IV.4.1 El éxito de la Bolsa de Valores en --- 1979 y su declinación .....	127
IV.4.2 La Oferta Potencial de Acciones .....	138
IV.4.3 Situación del Mercado de Valores .....	141
IV.4.4 Impulso al Mercado de Dinero .....	146
IV.4.5 Mercado de Dinero .....	149
<b>CONCLUSIONES</b> .....	<b>152</b>
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>156</b>

"En todas las edades los hombres han procurado congregar la suma del conocimiento y la experiencia de su -- época, en un solo todo que pudiera explicar sus relaciones con el universo y sus posibilidades en él. En la forma ordinaria nunca pudieron lograrlo. Porque la unidad de las cosas no se reconoce por la mente ordinaria, en el estado ordinario de conciencia. La mente ordinaria, refractada por las innumerables y contradictorias insinuaciones de los diferentes aspectos de la naturaleza humana, debe reflejar el mundo tan vario y confuso como el hombre mismo. Una unidad un modelo, un significado que todo lo abarca -si es que existe- sólo podría discernirse o experimentarse en un estado de conciencia diferente. Únicamente sería esto realizable por una mente que se hubiera unificado a sí misma".

R. Collin.

## PREFACIO

Querer conocer es, siempre, querer entender, querer comprender cuales son las causas y las características de un objeto, de un acto, de un fenómeno, querer prever sus consecuencias. También, si no en todos, sí en muchos casos, se trata de descubrir la forma de intervenir en los acontecimientos, para influir en ellos de manera conveniente. En todo esto hay, como es lógico, muchas opiniones y variados procedimientos.

Quando un ahorrador-inversor decide invertir su dinero, lo hace buscando cierta seguridad para el mismo, - así como un rendimiento adecuado, sin perder de vista la facilidad de obtener nuevamente su efectivo, o sea, de volver a tener liquidez.

Es natural que reunir en un máximo grado y simultáneamente los tres requisitos: seguridad, rendimiento y liquidez, parece imposible. De ahí el sacrificar alguno de esos elementos, dependiendo del objetivo que cada inversionista persigue, y de su propia personalidad.

Aquí en esta parte, es cuando el mercado de valores adquiere mayor importancia, ya que, engloba todos estos requisitos pedidos por el inversionista, pero que sin en cambio, y desgraciadamente, el mercado de valores es muy poco conocido y por lo tanto omitido. Este trabajo busca, como parte importante de su finalidad, el dar a conocer el funcionamiento del mercado de valores y la importancia que tienen dentro de la economía del país para te

ner mayor comprensión de todos los elementos que, de alguna manera, conforman todo el aparato productivo de nuestro país y al mismo tiempo brindar alguna otra alternativa para la inversión y el desarrollo de la economía en - estos tiempos de crisis y de reajustes económicos, políticos y sociales que esta viviendo la humanidad.

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

## INTRODUCCION

Ante la gran cantidad de eventos nacionales e internacionales de fenómenos, políticos, sociales y financieros, - de causas y efectos, y de consecuencias previstas e imprevistas, al Mercado de Valores Mexicano no le ha quedado otro camino que tratar de protegerse con las pocas -- herramientas disponibles que posee. Los comentarios cotidianos que nos llegan a través de periódicos y revistas nacionales, por buenos que sean no dejan de ser efímeros y muchas veces no cuentan ni con espacio ni con el tiempo necesario para proporcionar un marco general dentro del cual ubicarse. Al mismo tiempo, las noticias e informaciones a nivel internacional, por más reconocidas y experimentadas que sean sus fuentes no tienen la mayoría de las situaciones una gran relevancia en México.

El propósito de este trabajo es proporcionar un marco de referencia para el Mercado de Valores en México. Un trabajo de este tipo es como una secuencia dentro de un ciclo económico que no tiene final; muchas cosas sucedieron antes y muchas cosas van a pasar después que afectan la manera en que se ve la perspectiva económica. Y es muy significativo ya que, la gama de posibles inversiones -- dentro del mercado de valores en México es amplia, porque los diferentes tipos de inversión son variados, ya sea en renta fija o renta variable.

Hay que admitir que en el campo de las inversiones, lo mismo que en cualquier otro, se presenta siempre la posibilidad de hacer omisiones. Por lo tanto, aunque mencio

no a manera de análisis, varias causas que afectan al -- mercado de valores, la verdad es que puede haber muchos otros que no he citado, y que sin embargo, también son agentes del comportamiento del mercado, pero el criterio de determinar la inclusión obedeció exclusivamente a una intención de obtener una mayor eficiencia en las explicaciones.

El método utilizado para examinar el tema fue el deductivo, entendido esencialmente como: el análisis de los hechos generales y su repercusión en todos los elementos -- que intervienen y que conforman una situación particular encaminada a apoyar la actitud de quién se confía a los procedimientos de la actividad empírica para la determinación de un fin específico.

Este método permitió elaborar un marco teórico orientado esencialmente, al entendimiento histórico del mercado de valores, y su proceso de desarrollo evolutivo del país.-- Abarcando tres etapas significativas para el presente -- análisis, que son:

La primera enmarcada en el inicio del mercado de valores a finales del siglo pasado y que significó básicamente el desarrollo de una nueva actividad económica al interior del sector financiero de México.

La segunda, la consolidación de la Bolsa Mexicana de Valores y que cimentó las bases junto con otras organizaciones nacionales nuevas políticas económicas para el -- proceso de industrialización del país.

La tercera la función social de la bolsa es fijar y dar a conocer las operaciones de personas y mercado ajenos a la misma. Forma una opinión pública comercial la cual repercute en el crédito estatal reflejando así la situación económica y política de un país.

La hipótesis que manejo en el presente trabajo es la siguiente: el mercado de valores es fiel reflejo de lo que ocurre en la economía nacional, y ésta a su vez, de lo que ocurre en el ámbito internacional, ya que éste determina las políticas económicas del país; y el mercado de valores es el termómetro de la economía, es decir, ciertos elementos determinan su comportamiento directamente como las tasas de interés, la inflación, las políticas monetarias, etc., pero también el aspecto psicológico en la gente, hace que su comportamiento sea determinante para su actual situación. Esto demuestra, que el mercado de valores es joven aún, y que por ese mismo desarrollo que va teniendo no tenga todavía solidez suficiente como para obtener la confianza plena del inversionista.

## MARCO TEORICO

### MODELOS ECONOMICOS DE DESARROLLO Y SUBDESARROLLO

Muchos países de América Latina vienen realizando desde hace varias décadas esfuerzos importantes de mejoramiento económico y social; se avanzó considerablemente en materia de industrialización, así como también en la realización de inversiones de infraestructura. Se hicieron progresos importantes en materia de planificación y se llevaron a cabo amplias actividades de racionalización y de modernización en la administración pública, en el sector empresarial, en ciertas áreas rurales, en los servicios sociales. Además fueron considerables las inversiones para la expansión de los servicios educativos, de salud y vivienda. No obstante, es de todos conocido que en estos países no se llegó todavía a un proceso de crecimiento acumulativo y acelerado; además siguen prevaleciendo muchas de las características que en la discusión inicial de la problemática del desarrollo se consideraron como aspectos esenciales del subdesarrollo, tales como la dependencia externa, la desigualdad económica, social y cultural, la falta de participación social de grupos significativos, la inseguridad y desigualdad de oportunidades, etc. Aparte de esta realidad, y no obstante los esfuerzos realizados, también se viene observando en la última década una tendencia hacia el estancamiento del proceso de industrialización y crecimiento de los países latinoamericanos.

Acentuándose así en años recientes un esfuerzo de crítica con respecto a los supuestos de los modelos y teorías

analíticas en uso. Se avanzó en el conocimiento de la realidad latinoamericana, apreciándose cada vez mejor -- sus desviaciones con respecto a los supuestos de las teorías que informaban las políticas seguidas. Este ha sido particularmente el caso de la crítica de los programas de estabilización aplicados en diversos países de la región durante la última década. Se acentuó el hincapié sobre los aspectos estructurales de las economías latinoamericanas, entendiendo por ello principalmente el legado de instituciones económicas, sociales, políticas y culturales heredadas de períodos históricos anteriores, procurando concebir su evolución no sólo en términos de una unidad política y geográfica aislada, sino con consideración explícita de contexto internacional en que se originaron.

La preocupación fundamental de la teoría del crecimiento se centra sobre la influencia que tiene la inversión sobre el crecimiento del ingreso, el equilibrio dinámico y la ocupación. No obstante, el origen tan preciso y particular de las teorías del crecimiento y la absoluta carencia de preocupaciones sobre el desarrollo, esta corriente de ideas ha ejercido gran influencia sobre el análisis y las políticas de desarrollo.

Ello se debió en gran parte al acento que pone sobre la inversión y esto permite asociarla fácilmente con la escasez de capitales considerada comúnmente como el problema básico de los países subdesarrollados; en efecto, la teoría del crecimiento constituye de este modo una explicación del nivel de subdesarrollo y de la lentitud del -

proceso de desarrollo debido a la falta de capitales. - Por otra parte, las teorías del crecimiento asignaron un papel fundamental al Estado en la política económica, ya sea para que estimule las inversiones privadas o realice nuevas inversiones públicas, o para que mantenga, en general, un nivel de gastos públicos elevados, según la situación de la demanda efectiva. Esta nueva concepción del papel del Estado tuvo importancia para justificar la ampliación de las actividades y funciones del sector público en las economías subdesarrolladas. Finalmente, el método macroeconómico utilizado por la teoría del crecimiento representó un avance considerable sobre el microeconómico, pues permitió destacar, dentro de una visión dinámica y de conjunto del sistema económico, algunas de las cuestiones centrales del desarrollo: el nivel comparativo de ingresos, el ritmo de crecimiento, el papel del sector público, etc.

Numerosos son los autores que adoptan como punto de partida las teorías del crecimiento para analizar aspectos del desarrollo y casi todos ellos centran su atención sobre cuestiones relacionadas con la inversión; temas tales como determinar la tasa de inversión, el financiamiento externo, los criterios de prioridad en la asignación de recursos, la movilización de los ahorros internos, etc., constituyen la preocupación fundamental de quienes piensan en el desarrollo como si fuera un problema de crecimiento.

Este tipo de pensamiento tiene una influencia muy decisiva sobre los modelos que se utilizan para la elaboración

de planes en los países subdesarrollados. Estos planes llaman sistemáticamente la atención sobre la necesidad de incrementar las inversiones y distribuirlas de cierta manera para lograr un determinado ritmo de crecimiento de ingreso por habitante.

Se destaca la elaboración de proyectos y programas concebidos como esfuerzo de inversión o de aumento de la producción, y la obtención de recursos financieros tanto internos como externos para solventar el mayor nivel de inversión. En estos planes, y en toda la información vinculada a esta concepción, prácticamente se ignoran los aspectos relacionados con la productividad de la inversión, las condiciones institucionales, sociales, políticas y culturales que influyen sobre el efecto y el grado de utilización de la capacidad productiva de los recursos humanos y de los naturales, así como las consecuencias de dichas inversiones sobre las condiciones de vida de la población, la distribución del ingreso, la concentración regional de la actividad económica, etc.

Tampoco se procura precisar las consecuencias que tendrá el aumento de las inversiones sobre la estructura económica, política y social. Se admite, en efecto, que hay un sistema económico que funciona tal como lo suponen la teoría neoclásica y keynesiana.

El problema de estos países aparece así reducido casi -- enteramente al de una mayor capacidad de acumulación, y su desarrollo quedaría asegurado con la elevación de las

tasas de ahorro e inversión.

Cuando dicho pronóstico implícito no se cumple, como ocurre con mucha frecuencia, ello se atribuye a que el sistema económico es en algún sentido, anormal o se pretende que presenta desviaciones con respecto a cómo debería ser el sistema. La reacción del estudioso frente a dicha situación tiende a atribuir tales problemas, institucionales o políticos a la falta de liderazgo, cuando no a situaciones vinculadas a actitudes y valores, cuestiones todas que escapan al ámbito del estudio y, por consiguiente, no le corresponde considerar.

Esto implica una posición metodológica similar a la que aparece en las escuelas clásicas y neoclásica, es decir, el mismo tipo de mecanicismo que concibe al sistema económico en términos de determinadas fuerzas que producen ciertos equilibrios a través de mercados, que funcionan total o parcialmente en forma libre y porque se efectúan dichos procesos de ajuste. Si surgen razones de tipo -- institucional u otras que obstaculizan el funcionamiento del mecanismo económico, o que distorsionen sus efectos, entonces ya no se trataría de un problema económico y, por consiguiente, debe ser transferido al ámbito político.

Ahora desde el punto de vista de los ingresos del gobierno ya no se trata, como en la escuela clásica, que éstos sean mínimos para no entorpecer la iniciativa privada, - sino que deben estar estrechamente ligados al comportamiento de los perceptores de ingreso con respecto al con

sumo y al ahorro. Se hace hincapié en los impuestos directos influyen más directamente sobre el nivel de gastos de los consumidores, y por tanto, sobre la demanda efectiva. El pensamiento clásico, aboga por los impuestos indirectos, que interfieren menos con el comportamiento privado.

Entre Keynes y los clásicos se advierte en su común preocupación por los problemas socioeconómicos contingentes, lo cual los obligó a crear y utilizar un instrumento de análisis que estuviese en condiciones de captar los aspectos generales de la estructura y funcionamiento del sistema; en otras palabras, un instrumental macroeconómico. Dentro de esta semejanza hay, sin embargo, una diferencia importante: el instrumental macroeconómico keynesiano es a corto plazo y generalmente estático, mientras que en cambio el clásico es a largo plazo y fundamentalmente dinámico. Por otra parte, los factores institucionales y políticos que forman el marco dentro del cual se desenvuelve la teoría aparecen en forma mucho más explícita en el pensamiento clásico que en el de Keynes; éste, en cambio, incorpora los adelantos analíticos logrados por la economía neoclásica en punto a una mayor precisión de los conceptos y categorías de análisis y una mejor identificación de las variables utilizadas. Por ello, su tratamiento de la teoría del dinero y la explicación de los determinantes de la tasa de interés es más consistente y coherente que en el pensamiento clásico.

"Aun cuando Keynes desarrolló una vigorosa crítica a la escuela neoclásica, ambos tienen importantes puntos de contacto. Al analizar el carácter mecanicista de la visión

keynesiana, ya se indicó que su método no difiere sustancialmente del de los neoclásicos; el tipo de instrumental sólo se distingue por el hincapié de keynes sobre la macroeconomía y de los neoclásicos sobre la microeconomía.- Como el neoclásico, también el análisis keynesiano es básicamente estático, aun cuando su instrumento sirvió como punto de partida para un considerable avance ulterior de la dinámica económica en efecto, la mayor parte de las teorías del crecimiento se apoyan sobre dicho instrumental teórico. Por otra parte, si bien keynes critica el carácter parcial de la economía neoclásica, no la desecha sino que, por el contrario, demuestra una constante preocupación por formular una teoría general en la cual los casos abordados por clásicos y neoclásicos serían sólo una parte, y por consiguiente, estarían eglobados en su teoría general". (1)

Keynes sostiene que las variaciones del nivel de la inversión constituyen lo esencial del ciclo económico, las que a su vez constituyen lo esencial del ciclo económico, las que a su vez dependen de las fluctuaciones cíclicas de la eficacia marginal del capital. Esta última es una función del comportamiento de los empresarios, que en última instancia depende de sus expectativas sobre la rentabilidad de una inversión, dada una cierta tasa de interés. Por otro lado, la tasa de interés es relativamente estable y no constituye una fuerza generadora de fluctua

---

(1) Sunkel, O y Paz Pedro, El Subdesarrollo Latinoamericano y la Teoría del Desarrollo. Ed. Siglo XXI. México 1978 p.p. 241.

ciones cíclicas, aunque puede estimular la inversión cuando ésta es suficientemente baja. La propensión al consumo también es relativamente estable y por lo tanto no --- constituye un elemento significativo en la explicación de las fluctuaciones cíclicas. De esta manera, de las tres variables independientes que determinan el volumen de empleo y de ingreso, dos son relativamente estables, la tasa de interés y la propensión al consumo, por lo tanto la eficacia marginal del capital desempeña en el ciclo el papel principal. Aun cuando esta última tuviese a largo -- plazo una tendencia secular a disminuir, como resultado de una creciente abundancia de bienes de capital, la inestabilidad a corto plazo es para Keynes, la característica más destacada de la eficacia marginal del capital. Pero no es ésta la única fuente de las fluctuaciones cíclicas; debe considerarse también el papel de otras variables importantes de la Teoría general; así, por ejemplo, si las iniciativas de los empresarios no varían sustancialmente una política monetaria desacertada o un nivel de gastos públicos inadecuado pueden transformarse en fuentes de variaciones cíclicas. Estos ejemplos indican que la explicación de Keynes es de carácter más general que las precedentes teorías del ciclo y, al mismo tiempo, integra un todo coherente.

Aun cuando algunas teorías parciales de Keynes encuentran perfecta ubicación dentro del contexto de su Teoría general, y ciertas teorías clásicas y neoclásicas pueden incorporársele como casos especiales, no puede aceptarse -- que haya integrado en un esquema global coherente todos los aspectos principales de la economía política. La teo

ría general adolece así de algunas omisiones importantes: no trata en forma sistemática los efectos que genera la estructura monopólica; tampoco considera sistemáticamente el sector externo, excepto para el análisis de los efectos que tienen las exportaciones e importaciones sobre el nivel de ingreso; tampoco ofrece un tratamiento diferenciado para países con distintos niveles de desarrollo, es decir, la teoría general no está en condiciones de transformarse en un instrumento de análisis útil para el caso de los países cuya característica esencial es el subdesarrollo y la dependencia; esto es en parte consecuencia de otra de las limitaciones del análisis keynesiano, su carácter histórico, estático y a corto plazo. Pero que sin embargo, hay algunos elementos fundamentales que están dentro de las economías latinoamericanas y que son componentes del modelo keynesiano que no se deben pasar por alto.

### ESCUELA ESTRUCTURALISTA

#### Concepción Estructuralista Cepalina.

Aunque los aportes teóricos de la Cepal se mueven dentro del ámbito del capitalismo -puesto que al final su estrategia degenera en la posibilidad de soluciones no revolucionarias, sino reformadoras, que han sido llamadas desarrollistas-, la verdad es que sus análisis constituyen no sólo una liberación parcial del enfoque tradicional estudiado, sino una fuente valiosa para la investigación posterior.

Sin lugar a dudas, los preceptos teóricos de la Cepal, y

más que toda la rica información que contienen sus documentos de estudio de la economía latinoamericana, representan, además de un primer conjunto orgánico de la doctrina económica de nuestros países subdesarrollados y dependientes, una auténtica y valiosa contribución al pensamiento económico universal.

Y esto es necesario tenerlo en cuenta, porque muchas veces se suele desconocer el real significado del legado cepalino a través de críticas políticas, por ejemplo, de su devenir desarrollista pero olvidando que lo importante del aporte del grupo de investigadores y economistas que trabajaron bajo el patrocinio de este organismo de las Naciones Unidas y bajo la orientación de Raúl Prebisch, no puede medirse en sus recomendaciones oficiales a los gobiernos de las economías de capitalismo dependiente, a los cuales asesoraba, sino en los muchos rasgos de originalidad y autenticismo que derrocharon, al entrar a estudiar la realidad concreta de estas economías, y presentar informaciones y deducciones de sus características particulares.

En 1975, comenté unos dos años después Sunkel, la Cepal publicó en el contexto del Estudio Económico de América Latina, un análisis de la economía chilena con un enfoque diferente, al considerar que el proceso inflacionario debía analizarse a la luz de una interpretación propia, -- interpretación que sería ajena y mucho más compleja que la tradicionalmente empleada en el caso de los países desarrollados.

Lo anterior quería decir que había que descartar la sim-

plicidad del análisis tradicional, que encontraba sólo - en la cantidad de dinero y en los movimientos de la demanda, la única causa de la subida de los precios, para comprometerse con el estudio estructural de la economía de la región.

Y la Cepal va a invertir el supuesto: El problema no hay que buscarlo en un exceso de demanda, como consecuencia de una copiosa emisión de dinero (papel moneda o moneda metálica de oro o plata) sino en la flexibilidad de una oferta, que viene a hacer el agente causal.

Y las deducciones de este nuevo planteamiento son, realmente, interesantes; ya no puede pensarse, como lo afirma la teoría capitalista cuantitativa, que el ascenso de los precios es sólo la consecuencia de la política monetaria mal manejada por los organismos emisores y creadores de dinero (banca central y privada), sino que corresponde a realidades generadas en el proceso de desarrollo -- desigual del capitalismo. No admite la Cepal, observaba Sunkel, "una interpretación puramente monetaria de la inflación ni una explicación basada solamente en las teorías de sobreinversión o exceso de demanda, tampoco se apoya su análisis exclusivamente en la hipótesis de rigidez de determinados sectores ni en la del regateo económico de los diferentes grupos sociales que participan en el proceso productivo". (2)

En el simplismo de la teoría cuantitativa, con todas sus

(2) Sunkel Osvaldo, en Un Esquema General para la Inflación revista de la Universidad de Chile, No.62,1959 p.p. 1.

variantes y sofisticaciones, vale decir desde los meta--listas y mercantilistas hasta Keynes, la corrección del fenómeno estaría en manos de las autoridades monetarias. En el análisis estructural se exige el conocimiento de las razones que impiden la flexibilidad de la oferta.

¿Y qué hechos determinan la limitación de la oferta?

En un comienzo, el análisis comprendía dos aspectos fundamentales: la identificación y clasificación de los elementos y categorías que intervienen en el proceso (presiones inflacionarias), y, el examen de las interrelaciones (los mecanismos de propagación).

Las presiones en general, comprenden: las básicas o propiamente estructurales, las circunstanciales y las inducidas.

Los mecanismos de propagación vendrían a ser la capacidad de los diferentes sectores o grupos económicos y sociales para reajustar su ingreso o gasto real relativo: los asalariados vía los ajustes y reajustes de sueldos, salarios y otros beneficios; los empresarios privados vía las alzas de precios; y el sector público vía el aumento del --gasto fiscal nominal.

En el campo eminentemente estructural, la inflexibilidad de la oferta está representada por la poca movilidad de los recursos productivos- que impide que la estructura de la producción se ajuste con la debida prontitud a las modificaciones en el patrón de la demanda, y por la limitación de las importaciones impuestas por la relativamente

inelasticidad de la oferta.

En aras de la síntesis podría decirse que el aporte fundamental del estructuralismo está en su divorcio parcial de la ortodoxia proveniente de los centros dominantes, - al encontrar como causa del desequilibrio - aumento de precios y devaluación - no al desorden de la emisión, -- que determina cierta dinámica en la demanda, sino al desigual crecimiento de la oferta, a consecuencia de una inflexibilidad estructural en el aparato productivo. Y este aporte, en realidad, fue importante. Porque él --- permitió una incisión significativa en la homogeneidad de la doctrina capitalista. Las cosas fueron vistas de diferente manera, ya no desde la óptica importada de las metrópolis dominantes, sino con fundamento en fenómenos -- particulares propios de las economías dependientes.

Sin embargo, la invitación que hace el capitalismo al estudio de los problemas estructurales, es de gran significado para el compromiso creador de los científicos sociales e ideólogos que se empeñan en la tarea de estudiar y descubrir las leyes propias del proceso de nuestro desarrollo social, a fin de enunciarlas en sus análisis, diagnósticos y propuestas.

**C A P I T U L O I**

**ANTCEDENTES**

## CAPITULO I.

### BREVE BOSQUEJO HISTORICO DE LA BOLSA DE VALORES Y SUS CONCEPTOS GENERALES

Desde la antigüedad los comerciantes y otras personas relacionadas con las actividades de mercado solían reunirse en sitios determinados (por lo general ciudades enclavadas en el cruce de las grandes rutas comerciales) para efectuar transacciones y tratar toda clase de asuntos relacionados con su interés. Estos lugares de reunión pueden ser considerados como las primeras "organizaciones" auxiliares del comercio y de las actividades relacionadas en una forma u otra con el mercado.

Largo tiempo habría de transcurrir, sin embargo, para la aparición de lo que hoy en día conocemos como "LA BOLSA DE VALORES". El concepto de "BOLSA" surge en siglo XVI, con la aparición de los valores mobiliarios emitidos en masa y con el surgimiento de las primeras sociedades anónimas de importancia.

En estas nacientes organizaciones el comercio de mercancías es sustituido de manera progresiva por el comercio de VALORES, esto, es por títulos representativos de la riqueza social.

La primera bolsa con características definidas es la de Londres, que se funda en 1570, a partir de ella se generaliza este tipo de instituciones a la mayor parte de los países Europeos y de ahí pasa a América. En la actualidad podemos decir que en todos los países de economía de

mercado existe en forma organizada una, o varias, "BOLSA DE VALORES".

### 1.1 PRINCIPALES CARACTERISTICAS

En el lenguaje común la palabra "BOLSA" es utilizada con diversas acepciones entre las más generales podemos señalar:

- a). Edificio o lugar donde se contratan cierto tipo de operaciones.
- b). El conjunto de operaciones en un día determinado.
- c). El estado de las operaciones bursátiles movimientos al alza, a la baja, etc.
- d). La Institución de la Bolsa.

Más que dar una definición de lo que es la "Bolsa" prefero señalar a continuación las características más importantes que configuran a la Bolsa como institución:(1)

- a). Es un mercado organizado corporativamente, con reglas y preceptos generalmente severos.
- b). Por lo general se especifica que personas actúan por cuenta propia y cuales por cuenta de terceros, éstos últimos se hallan agrupados corporativamente con severas normas de actuación.

(1) Fernández Amatriam, Jesús, "La Bolsa"; Ediciones Dusto, Bilbao 1969. (Resumen) p'p' 18-27

- c). No se encuentran en el lugar los objetivos o valores sobre los que se contrata. Suelen ser --emitidos a examen previo, para acreditar que los valores ofrecidos en el mercado reúnen una serie mínima de requisitos. Esta información no se -limita al momento inicial en el que los valores son admitidos a negociación, sino que de manera regular y periódica deben proporcionar informa--ción actualizada y veraz acerca de la sociedad -emisora de los valores.
- d). Tipicidad de los negocios. El comprador o el --vendedor aceptan o rechazan la transacción pro--puesta, pero no pueden influir sobre la forma en que la operación se propone.
- e). Por lo que hace a las operaciones de Bolsa:
- 1) Sólo se consideran como tales aquellas que -están intervenidas por un miembro de la mis--ma.
  - 2) Las operaciones han de ajustarse a ciertos -requisitos que afectan tanto a la contratación en sí, como a su liquidación.
  - 3) La relación contractual ha de formularse de acuerdo con lo establecido en las Leyes Mer--cantiles, reglamentos etc.
  - 4) Las operaciones han de publicarse de acuerdo con determinadas formalidades.

- 5) Formación objetiva e imparcial de los precios, fin último y de máxima importancia - en este mercado organizado.

Todas estas características, en su interacción, condicionan, rigen y conforman lo que conocemos como "Mercado -- Accionario" base de actuación de la Bolsa de Valores, -- institución esencial en cualquier sistema financiero con un mínimo de desarrollo, que a su vez forma uno de los - sectores básicos de la economía.

## 1.2. LA BOLSA Y EL SISTEMA FINANCIERO

"Por sistema financiero se entiende el conjunto orgánico de instituciones que generan, recogen, administran y dirigen, tanto el ahorro como la inversión, dentro de una unidad política económica" (2)

El sector financiero puede, a su vez, ser dividido en -- dos subsectores:

- a) Mercado de dinero
- b) Mercado de capitales

Siguiendo un criterio general se puede definir al mercado de dinero como la actividad crediticia que tiene lugar en un plazo menor a un año; y consecuentemente, el - de capitales es el que tiene una vigencia mayor.

---

(2) Firth, Michael. The Evaluation of Shares and The --- Efficient-Markets. Theory. The Mac Millan Press, LTD, 1967. p.p. 9.

Tratando de ser más concretos en estas definiciones diremos que el mercado de dinero o de crédito a corto plazo es el punto de concurrencia donde se depositan fondos -- provenientes del ingreso por breve período, en espera de ser gastados y donde se demandan fondos para ser destinados a la adquisición de bienes de consumo.

Por su parte, podemos definir al mercado o capitales como el punto de concurrencia de fondos provenientes del ahorro de las personas, empresas y gobierno, y de demandantes que lo solicitan para destinarlos a la formación de capital fijo.

Como podemos comprobar, la frontera entre los dos mercados es bastante tenue y el único criterio de diferenciación es el tiempo de vigencia del crédito concedido u obtenido.

La bolsa de Valores es una de las instituciones fundamentales del mercado de capitales, ya que a su interior concurren los dos instrumentos esenciales del mercado de capitales: los valores de renta fija y los valores de renta variable.

Entre los primeros podemos mencionar los bonos, las obligaciones, las cédulas hipotecarias y los certificados de participación, los cuales pueden ser emitidos por instituciones privadas o gubernamentales y que, como su nombre lo indica, reciben un rendimiento fijo, determinado de antemano.

Los valores de rendimiento variable son básicamente las

acciones ordinarias o comunes, las cuales reciben un rendimiento de acuerdo a las utilidades netas obtenidas por la empresa que las emite.

Aunado a la Bolsa de Valores, dentro del mercado de capitales encontramos otras instituciones, como son los bancos de fomento, las financieras, los bancos de ahorro y capitalización, etc.

Una vez que hemos ubicado a la Bolsa como parte integrante del mercado de capitales, podemos pasar a analizar la estructuración y funcionamiento de las operaciones que a su interior se realizan, esto es analizaremos enseguida del "MERCADO DE VALORES".

El Mercado de Valores se divide en dos sectores que presentan características y funciones diferentes:

- El "Mercado Primario" o de distribución original que, se encuentra representado por la emisión y distribución de valores recién emitidos y que -- constituyen el verdadero flujo de recursos hacia la empresa. (3)
- El "Mercado Secundario" o de distribución secundaria en el que se llevan a cabo las transacciones bursátiles con valores ya emitidos que se -- encuentran en circulación. (4)

(3) Hernández Ramírez, Roberto. Valores y Mercado de Valores; Revista Ejecutivos de Finanzas. Publicado por el I.M.E.F., A.C., México, D.F. 1977.

(4) IDEM.

Sin embargo existe una estrecha relación entre el mercado de valores ya existentes -transacciones bursátiles- y la posibilidad de nuevas inversiones en ese mercado, ya que si este mercado secundario -de valores viejos- atraviesa un momento de auge es seguro que las nuevas emisiones tendrán buena acogida.

Toda transacción bursátil, por sí misma, no financia nuevas inversiones ya que la inversión representada por el valor negociado ya está financiada, todo queda reducido a un cambio en la titularidad de la tenencia del valor negociado y del importe de la transacción.

Sin embargo, en la medida que la Bolsa es un auténtico mercado la creciente demanda del público solo puede ser satisfecha mediante emisiones nuevas de valores. Si a esto sumamos el hecho de que cuando una empresa solicita nuevas inversiones esto es captado como signo de una creciente actividad económica, podemos valorar la función única e inestimable ya que traslada activos líquidos ---disponibilidad en efectivo de los nuevos suscriptores--- hacia la inversión en activos fijos de sus negocios y empresas.

Aparte de esta función que cumple la Bolsa, también observamos que en ella se manifiestan conceptos tan importantes como el llamado "costo de oportunidad".

"Por costo de oportunidad" se entiende el rendimiento -- que obtiene un inversionista por su inversión en Bolsa, o visto por el lado inverso, el costo que por el finan--

cimiento obtenido deberá pagar el empresario. Al subir los precios en la Bolsa, disminuye el valor del "costo de oportunidad" y se abarata el dinero. Al bajar la Bolsa - ocurre el fenómeno contrario". (5)

### 1.3 EL MERCADO DE VALORES EN MEXICO

La Bolsa Mexicana de Valores inició sus operaciones el 21 de octubre de 1895 con el nombre de "Bolsa de Valores de México", en el año de 1976 se realizó la fusión de las -- Bolsas de Valores de Guadalajara y Monterrey con la de Méjico, dando paso a la nueva denominación. (6)

Si bien el crecimiento del Mercado de Valores de México - no ha sido espectacular, sí ha contribuido en buena medida al desarrollo y consolidación de un, cada vez más sólido Mercado de Capitales.

A pesar de que la Bolsa inició sus operaciones desde 1895, no se puede hablar de su verdadero mercado de valores --- sino hasta el período que va de 1925, año de la fundación del Banco de México, y 1934 año en que se funda Nacional Financiera, hecho que viene a dar las bases de la actual Bolsa de Valores. La época que va de 1934 a 1960 es de - maduración que se basa en la estabilidad política y so--- cial así como en la implementación de políticas moneta---

(5) ILPES. Guía para la presentación de Proyectos. Edit.- siglo XXI, S.A., México, D.F. 1977. p.p. 34.

(6) Para una historia detallada de la Bolsa en México con sultar el libro del Lic. Alfredo Lagunilla Iñarritu: Historia de la Bolsa de México, 2 tomos, Edición de - la B.V.M.

rias y financieras que proporcionan el inicio de la industrialización del país.

Se puede afirmar que el Mercado Bursátil encuentra su -- fundamentación y razón natural de existencia en la Bolsa Mexicana de Valores, con 85 años de vida, considerada -- institución auxiliar de crédito normada por la Comisión Nacional Bancaria hasta 1975 y, a partir de esta fecha, -- con autonomía operativa y rango financiero propio, constituida legalmente como sociedad anónima de capital variable, regulada por la Comisión Nacional de Valores, a través de la Ley del Mercado de Valores promulgada en el año de 1975.

En su ámbito interno, la Bolsa se encuentra regida como cualquier sociedad por sus estatutos y reglamento interior.

"La función principal de la Bolsa es servir como medio -- de financiamiento y de inversión de empresas y personas, promoviendo el encuentro de oferentes y demandantes de -- valores y fungiendo como capitalizador para que los valores tanto de renta fija como de renta variable adquieran el valor real que les corresponde en el mercado".

El Reglamento Interior de la Bolsa Mexicana de Valores, -- S.A., de C.V., nos menciona que ésta tiene por objeto:

- a) Inscribir, previos los requisitos legales respectivos, los títulos o valores que puedan ser objeto de operación en la Bolsa.

Establecer locales adecuados para que sus socios lleven a cabo operaciones con los títulos o valores inscritos.

- b) El limitado abanico de opciones que ofrece el -- mercado de renta variable que experimenta un ra- quitico crecimiento real -nuevas emisiones- y -- así se basa ante todo en la negociación de los - ya existentes. Esto limita la función primordial de la Bolsa como mecanismo de traslación del sho rro hacia la inversión productiva y le confiere el carácter altamente especulativo que hasta la - fecha presenta.
- c) El desconocimiento, por falta de una adecuada in formación y promoción, de las bondades que pre- senta un mercado accionario fuerte y apoyada por el crecimiento real del aparato productivo del - país. El crecimiento del mercado de renta varia ble debe ser sustentado por el crecimiento real de la riqueza generada por los sectores producti vos, lo cual redundará a su vez en un impulso di namizador del mercado accionario. En última in- stancia es el crecimiento de las empresas y sus - necesidades de financiamiento lo que da carácter al mercado.

Cabe señalar que de acuerdo a declaraciones de altos fun- cionarios del actual gobierno, es política expresa de és- te, el promover y desarrollar el mercado de valores, para lo cual se han empezado a implementar una serie de políti

cas monetarias y financieras que tienen como objetivo -- central disminuir la alta liquidez del sistema financiero a fin de canalizar el ahorro hacia instrumentos de -- largo plazo -mercado de capitales- que permitan contar -- con los recursos que el desarrollo de la economía mexicana requiere.

Por otra parte, el Sistema Financiero Mexicano está en -- plena evolución, los cambios que se han presentado están orientados a fortalecer su estructura y a darle la flexi**u** bilidad que requiere para que siga siendo como hasta aho**u** ra un factor importante en el proceso de desarrollo que debe de tener el país. La Banca ha sido hasta ahora, la espina dorsal de todo nuestro sistema, sin embargo, ya -- se están desarrollando otras fuentes alternas de finan**u** ciamiento, con lo cual no se deterioró la posición de -- las Instituciones Financieras sino por el contrario, exis**u** tirán mecanismos y procedimientos que complementarán su adecuado funcionamiento. Una prueba importante de este proceso de cambio está dado por el nacimiento de los Cer**u** tificados de Tesorería de la Federación, que establecen una sana diferenciación entre el Mercado de Dinero y el de Capitales.

El Mercado de Renta Variable, está llamado a jugar un im**u** portante papel en el desarrollo de capitales en México, -- pues si bien es un requerimiento necesario dentro del -- marco de crecimiento del país, existe una actitud defini**u** da por parte de las Autoridades, de que en este proceso de cambio alcance la posición de importancia que debe de tener.

En el momento actual se están conjugando los elementos - necesarios para que el Mercado de Valores logre una consolidación y continuo crecimiento:

1. Existe un fuerte apoyo de las autoridades que a través de la Comisión Nacional de Valores están imprimiendo dinamismo a base de crear un ambiente que favorezca su despegue.
2. Los empresarios están concientes de que es la salida más sana para hacerse de los recursos -- que implica el crecimiento industrial, y
3. Los inversionistas se están percatando de las bondades de participar en forma directa en el desarrollo del país.

No quisiera abundar más sobre las perspectivas, ya que - pienso que son evidentes y quisiera mayor énfasis en el análisis de la coyuntura actual.

Es cierto que dada la estructura fiscal vigente, el financiamiento a través de pasivos resulta más barato que con la utilización de capital, sin embargo, el crecimiento de las deudas tiene un límite que precisamente está - dado en relación a este último factor y por otra parte - los financiamientos vía crédito son cada vez más escasos y no precisamente baratos. Aceptando esta realidad es - conveniente entrar al examen de la "coyuntura".

Las empresas progresistas se encuentran ante el dilema -

de grandes requerimientos financieros para proseguir con sus planes de crecimiento, en un contexto de situaciones donde el denominador común es una escasez de fondos que permita la oportuna cristalización de los proyectos.

Aún cuando las alternativas de inversión existen, los -- fondos disponibles, son reducidos, caros y en general limitados; en el caso de México lo anterior adquiere mayor reelevancia ya que al estar en plena etapa de desarrollo, las necesidades de financiamiento son mayores. La estructura de nuestro sistema financiero no es suficiente para garantizar las necesidades a las que se ha hecho referencia y es por esta razón por lo cual resulta prudente y - más aún indispensable, considerar al Mercado Accionario como un instrumento adicional y complementario que permita canalizar los ahorros del público hacia actividades - productivas.

Los elementos que permiten que el mercado de acciones tenga posibilidades de desarrollo a mediano plazo son los - siguientes:

1. En virtud de la tasa de inflación interna, los - intereses que cubren los papeles emitidos por -- instituciones de crédito pierden atractivos, no garantizan el poder de compra del capital y por lo tanto deben ser complementarios de lo que se puede considerar como un patrón de ahorro patrimonial.
2. El horizonte económico un tanto indefinido en -

lo internacional y como reflejo en lo nacional ocasiona que la inversión en pasivos reduzcan - su atractivo y por contra se busquen alternativas en títulos de capital.

3. Los tipos de interés a nivel internacional están a niveles más bajos por lo cual el inversionista nacional está dispuesto a considerar alternativas de orden interno con mejores rendimientos.
4. La inversión en bienes raíces que ha gozado de la preferencia de los mexicanos ofrece actualmente bajos rendimientos debido a la adecuación fiscal así de que no tiene amplia liquidez.

Todos estos elementos que están presentándose en forma conjunta son los que forman la coyuntura que se debe aprovechar, ya que nuevas acciones podrán ser colocadas en un mercado donde la demanda será creciente, lo cual permite salir a precios atractivos tanto para los vendedores como para los nuevos accionistas.

En virtud de lo anterior, vale la pena señalar en forma objetiva en que consistan los beneficios a los que se ha hecho referencia.

#### 1.4 BENEFICIOS QUE OBTIENEN LAS EMPRESAS CON ACCIONES EN EL PÚBLICO.

Este tipo de empresas tienen garantizada una afluencia -

de capital a futuro que les permite proseguir con sus -- planes de expansión, lo cual podrán lograr mediante las suscripciones de capital de numerosos accionistas que -- únicamente piden en contrapartida un rendimiento razonable vía dividendos y una administración profesional y di námica que le imprima crecimiento al negocio, para que -- esto se traduzca a la vez, en una apreciación en el precio de las acciones.

Las empresas que tienen colocado su capital entre el público y como consecuencia cuentan con una organización profesional, tienen acceso a fuentes de financiamiento más sanas tanto nacionales como internacionales, ya que su solidez y desarrollo futuro no depende de una sola -- persona.

El contar con numerosos accionistas hace que la empresa sea menos vulnerable a presiones de carácter político y le da beneficios de negociación sobre todos si su estructura de capital es de mayoría mexicana. Este elemento -- es muy importante de considerar a la luz del entorno político, económico y social de México.

1.5. BENEFICIOS QUE OBTIENEN QUIENES VENDEN UN ---  
CIERTO PORCENTAJE DE SU CAPITAL AL PUBLICO IN-  
VERSIONISTA. (7)

Esta medida les da la oportunidad de liberar recursos --

(7) Heyman Timothy y Leon Arturo. La Inversión en México  
Edit. Universidad del Valle de México. México, D.F., -  
1979- p.168-186 (Resumen).

sin necesidad de perder el control de sus empresas, lo que resulta muy significativo si se considera que como consecuencia del proceso inflacionario, las entidades económicas requieren cada vez más de fondos crecientes para satisfacer necesidades de capital de trabajo, elevados costos de reposición y nuevas expansiones. Dichos requerimientos se han incrementado en forma tan substancial que hacen difícil que grupos pequeños o cerrados puedan hacerles frente sin necesidad de sacrificar el desarrollo de los propios negocios.

El hecho de colocar acciones entre el público significa darle un valor real de mercado al patrimonio familiar, y lo que también es muy importante considerar, es que se le da liquidez a ese patrimonio en forma tal, que sin necesidad de complicadas negociaciones puede aumentarse o disminuirse la participación en el negocio.

Es un mecanismo de diversificación de riesgos ya que con los recursos liberados, se pueden emprender nuevos proyectos o participar en otros.

Como el hecho de hacerse público lleva implícito el contar con una organización profesional, se garantiza el futuro de la empresa, eliminando intereses particulares conflictivos que puedan presentarse, asegura así mismo el futuro del patrimonio familiar y la permanencia y crecimiento de las fuentes de trabajo.

En el momento actual existen ventajas de carácter fiscal, muy considerables para quién está dispuesto a vender sus

acciones al público.

Sin pretender agotar el tema quiero terminar esbozando algunos conceptos prácticos que se deben considerar al tomar la decisión de abrir una empresa al público.

Si bien es cierto, que existen ventajas como las que se acaban de enumerar, también es importante señalar que -- dentro de la empresa tienen que existir elementos de cambio que en algunos casos se pueden considerar como sacrificios y en otros como nueva filosofía.

La empresa pública por encima de intereses individuales tiene que tomar en cuenta que está comprando con un gran número de accionistas a quienes debe garantizar una rentabilidad adecuada, que compare favorablemente en un contexto de diversas alternativas de inversión. De la habilidad de la administración para lograr lo anterior dependerá que en el futuro cuente con accionistas entusiastas que estén dispuestos no sólo a reinvertir parte de sus beneficios, sino a incrementar sus inversiones -- vía suscripciones de aumentos de capital.

También se tiene que apuntar que una estructura de capital adecuada es aquella donde participan un gran número de pequeños accionistas, que sólo se logra con la intervención de colocadores profesionales que conociendo todos los mecanismos del mercado tengan capacidad de pulverización.

Por último y quizá el punto más difícil de conciliar en

toda nueva colocación, es el precio de venta. En este punto el empresario debe actuar con madurez y pensar que tendrá que sacrificar una pequeña parte de su utilidad - en virtud de que lo que va a vender es un producto nuevo y no importa que sea el mejor, primero tienen que probar lo, también no debe olvidar que el inversionista está -- dispuesto a pagar por los activos de la empresa en función de lo que éstos son capaces de generar, sin importar cual fue su costo histórico ni su valor de reposición.

DISPONIBILIDAD DE INSTRUMENTOS BURSATILES EN MEXICO

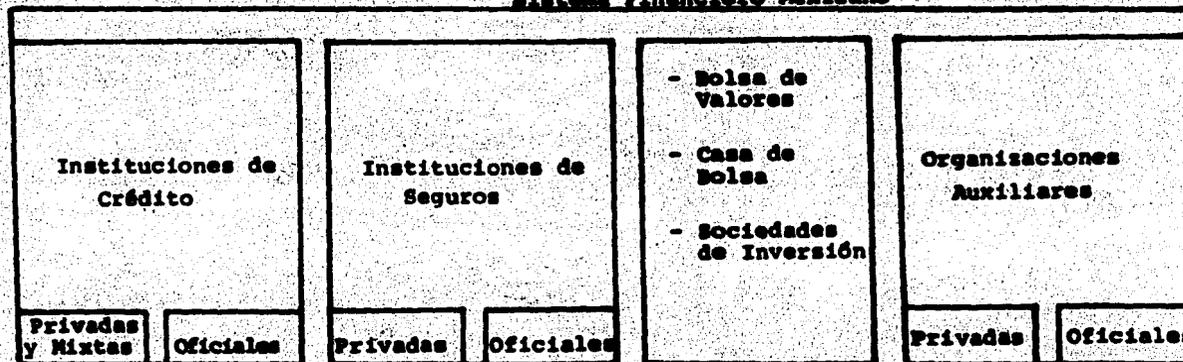
<u>RENTA FIJA</u>	<u>MEXICO</u>	<u>EUA</u>
Papel Estatal	*	*
Papel Comercial		*
Obligaciones con Garantía	*	*
Obligaciones Subordinadas	*	*
Obligaciones con Sobretasa variable	*	
Obligaciones convertibles	*	*
Obligaciones con Derecho de compra de acciones	*	*
Obligaciones Exentas de Impuestos		*
Obligaciones Indexadas sobre otro Valor.	*	
 <u>RENTA VARIABLE</u>		
Certificados Inmobiliarios	*	*
Acciones Comunes	*	*
Acciones Preferentes	*	*
Acciones Preferentes Convertibles	*	*
Derechos de Compra (1 Warrants; -- Calls)		*
Derecho de Venta (1 Puts)		*
 <u>FUTUROS</u>		
Acciones	*	*
Materias Primas		*
Moneda	*	*

(1) Opción de compra o venta de acciones, a precio prefijado y a más tardar a una fecha predeterminada.

ANEXO II

INSTITUCIONES QUE FORMAN EL SISTEMA  
FINANCIERO MEXICANO

Sistema Financiero Mexicano



Instituciones  
Oficiales Creadoras  
de Normas  
Reglamentario



-Depósitos	-Nafinsa	- Vida	-Agrícola y
-Financieras	-Bancos y	- Acciones y	Ganadera
-Hipotecarias	Financieras	Enfermedades	-Mexicana
-Capitalización	Especiali- zadas	- Daños	

-Fianzas	-Fianzas
-Almacenes	-Almacenes
-Uniones de Crédito	-Uniones de Crédito

Fuente: Simplificación de cuadro diseñado por Dirección General de Crédito de SHCP en Marzo 1976.

**C A P I T U L O   I I**

**P R A C T I C A   B U R S A T I L**

## CAPITULO II.

### PRACTICA BURSÁTIL

#### II.1 GENERALIDADES

Antes de entrar a ver las principales herramientas con que cuenta el Análisis Bursátil para el logro de su objetivo, resulta conveniente tratar de enmarcar el Análisis Bursátil. Sin ser la intención de dar una definición, - sino únicamente con el propósito de visualizar este campo. En un sentido amplio, el Análisis Bursátil comprende al estudio de todos los elementos que inciden o pueden incidir en los precios de las acciones en el mercado de renta variable, con el fin de evaluar su posición actual y futura.

De lo anterior se desprende que el objetivo básico del Análisis Bursátil estriba en la asesoría en la toma de decisiones de inversión.

Ahora bien, si el principal objeto de estudio está dado por el valor de mercado de las acciones, resulta también conveniente mencionar los factores principales que determinan este valor.

#### II.2 VALOR DE MERCADO (1)

En términos generales el valor de mercado es el resultado de la apreciación subjetiva por parte de los accionistas e inversionistas sobre:

(1) Villa Gómez Obregón, Raúl. Inversión en el Mercado de Valores. Edit. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. - de C.V. México, D.F., 1978. p.52 - 61 (Resumen)

- I. Situación y perspectivas de la empresa
- II. El mercado de la acción
- III. Situación económica, financiera y política en general.
- IV. Circunstancialmente situaciones casuales - de oferta/demanda urgentes.

Una de las características de este valor de mercado es su dinamicidad, es decir, que está sujeto a continuas fluctuaciones en el tiempo. Dichos cambios en los niveles de cotizaciones están en función principalmente de los siguientes factores:

- I. Ganancias y/o dividendos de las empresas
- II. Líquides general de la economía
- III. Confianza general en el mercado, e
- IV. Inversiones del exterior

Sin querer profundizar y únicamente a vía de ejemplo comentaremos a continuación cada uno de ellos.

- I. Ganancias y/o dividendos de las empresas:

Estos renglones y enfocado sobre todo a las utilidades mantienen una pauta de comportamiento, ya sea a la alza o a la baja, según la evolución de la economía, existiendo una correlación con los movimientos cíclicos de ésta. Sin embargo, la fluctuación de las utilidades será menor o mayor en diferentes ramas.

Así por ejemplo, la de servicios públicos y bienes de consumo esencial, mantienen una demanda

estable, en tanto, en la de bienes de consumo - no necesario, la demanda varía según el nivel - de ingreso.

Por otra parte, independientemente del ramo, -- otro factor que podemos mencionar es la estructura de costos de las empresas tanto fijos como variables, cuyo estudio nos dará un elemento de la "sensibilidad coyuntural de la empresa", esto es, el posible comportamiento de una negociación ante la diversidad de circunstancias a que se va enfrentando en el entorno en que se desenvuelve. De aquí que en épocas de auge conviene comprar acciones de empresas con alto grado de costos fijos y en épocas depresivas adquirir -- acciones de empresas que puedan reducir su producción y costos en forma paralela.

## II. Liquidez general de la economía:

Expresa la relación entre la demanda y oferta de capital. Dicha situación de liquidez está determinada por diversidad de elementos, entre -- los que destacan: Gasto Público, medio circulante, aspecto legislativo tasas de interés, etc.

## III. Confianza general en el mercado:

Por lo que toca a este factor, la característica la imprime el clima psicológico que priva en el medio inversionista. Por ejemplo, los movimientos de los precios en el mercado suelen generar un proceso acumulativo; esto es, hay gente que compra porque el mercado se encuentra en

un período de alza. El hecho de que cierto número de personas ganen dinero en la Bolsa, lleva a otros a emularlos. Por lo general este -- proceso toma un cariz de progresión geométrica. Lo mismo acontece cuando se trata de un movimiento a la baja.

#### IV. Inversiones extranjeras:

No cabe duda que juega un papel importante, y -- su determinación está dada por múltiples factores; siendo la estabilidad política y monetaria, los que tienen un peso significativo.

Después de ver brevemente las características básicas -- del valor de mercado de una acción, pasemos ahora a teorizar acerca de si este valor es el justo que debe tener, tomando en cuenta todos los elementos que gravitan alrededor de él.

#### II.3 VALOR TÉCNICO (2)

Contra este valor de mercado se opone un valor denominado "valor técnico" o "intrínseco" mismo que se refiere -- al precio que debería tener en un momento dado una acción de acuerdo a criterios objetivos. Esta corriente de pensamiento, aduce que la acción tiene un valor en sí, absoluto y las formas de medirlo son maneras de aproximarnos a él. Así, el defecto al determinarlo no está en el va-

(2) Villa Gomez Obregón, Raúl. Inversión en el Mercado de Valores. Edit. Bolsa Mexicana de Valores, S.A. - de C.V. México, D.F., 1978. p.52 - 61 (Resumen)

lor, sino en la forma de medirlo, es decir, los datos y elementos tomados en cuenta, o bien, resultaron insuficientes, o no fueron lo veraces que debían haber sido.

Por otra parte, hay otra corriente que enuncia que no existe este valor intrínseco, sino que hay distintos valores, dependiendo de cada caso en particular, esto es, dependiendo del uso. Por ejemplo: en una misma acción el valor será distinto para el caso de una compra para especular, de una compra de paquete con fines de control, de inversión a largo plazo, etc.

Las dos corrientes anteriores tienen sus puntos valederos y otros susceptibles de poner en tela de juicio. En el caso de la primera, prevalecen una serie de distorsiones entre la empresa y el valor que en última instancia refleja la acción en el mercado. Así como también pueden existir multiplicidad de criterios que hacen imposible llegar a un determinado precio en donde todo el mundo coincida.

En el caso de la segunda, el hecho de negar que la acción no tenga un valor intrínseco, es quitarle validez a la potencialidad productiva de la empresa.

Una evaluación de estas dos corrientes nos lleva a opinar en el sentido de que sí existe un valor intrínseco y de que efectivamente éste puede tener diferentes parámetros dependiendo de la finalidad de la inversión.

Los principales criterios objetivos para mediar -dentro

de determinados límites- el valor técnico o intrínseco - de una acción, son los siguientes:

- I. Criterio o método estático o con énfasis en activos.
- II. Criterio o método dinámico o con énfasis en capitalización de utilidades.
- III. Criterio o método con énfasis en la distribución de dividendos.
- IV. Criterio o método con énfasis en el valor de mercado.

Los comentaremos a grandes rasgos, describiendo más que nada su aspecto conceptual.

- I. Criterio estático o con énfasis en activos: Este criterio parte de que toda acción vale por los bienes que posee. Por consiguiente los valores que toma en cuenta son:

- a) El valor en libros de la empresa y; b) Valor de la liquidación. El primer método, o sea, el del valor en libros, contiene ciertas variantes como el del capital de trabajo por acción o activos monetarios por acción. Por lo que se refiere al valor de liquidación - se ajustan los activos mediante el empleo - de índices que representan pérdidas probables al liquidarse. Sobra decir que este - método de valorización contempla un planteamiento extra-conservador.

En general, el criterio estático resulta poco -  
 valedero y no aplicable en la mayoría de los ca-  
 sos, recomendando su utilización como referen-  
 cia y/o un elemento más de juicio. Basta decir  
 que excluye el principio de negocio en marcha -  
 y que por lo mismo no considera la capacidad de  
 la empresa para generar utilidades.

II.- Criterio dinámico o con énfasis en capitaliza-  
 ción de utilidades: Está basado en la evolu-  
 ción futura de la sociedad, y nos dice que el va-  
 lor de la acción depende de lo que ganará en el  
 futuro. Bajo este criterio, los dividendos pier-  
 den preponderancia; de igual forma pierde impor-  
 tancia el valor de los activos y las utilidades  
 anteriores se estudian más que nada para calcu-  
 lar tendencias. (Con el grado de inflación que  
 padecemos actualmente, creemos que ni para eso,  
 o bien se dificulta aún más el pronóstico).

Los pasos a seguir para la valorización de una  
 acción son: 1) Estimación de las utilidades y,-  
 2) Determinar cuánto vamos a pagar por ellas.

A reserva de que más adelante comentemos más ampliamente  
 las "utilidades futuras", por el momento basta decir que  
 una de las herramientas que se emplean, consiste en la -  
 elaboración de proyecciones de ventas y utilidades, uti-  
 lizando, entre otros, el método el lineal, exponencial,-  
 logarítmico y potencial, considerando dentro de la pro-  
 yección una serie de factores entre los que destacan:

- a) Análisis de la evolución en los últimos -- ejercicios.
- b) Estudio de la rentabilidad de nuevas inversiones y/o medidas de carácter organizato--rio.
- c) Proyección de la demanda y de los precios de los productos que fabrica la empresa, - en el caso de ramas industriales.
- d) Estudio de la posición competitiva de la - empresa y de los planes de expansión (y de las posibilidades de concreción de los mis--mos) de empresas competidoras.

Dentro de la posición competitiva, destacan por su importancia los siguientes elementos:

1. El lugar que ocupa en magnitud entre las de su ramo.
2. La participación dentro del mercado
3. Crecimiento de empresas de la competen--cia.
4. Ventajas y desventajas frente a otras - empresas del ramo, y
5. Evaluación de: activos, productos, com--paración de costos, etc.

Para finalizar con las "estimaciones de las utilidades" es conveniente mencionar que éstas deben de afectarse por todos los eventos que conocemos o que suponemos incurrirán.

Ahora vemos el segundo paso en la valorización, el cual --

consiste, como hemos mencionado anteriormente en la determinación de cuánto vamos a pagar por las utilidades - previamente estimadas, para lo cual se tienen dos criterios o caminos a seguir:

- A) El que no toma en cuenta el valor tiempo del dinero y cuya principal herramienta lo constituye el estudio de múltiplos al que veremos más adelante).
- B) El segundo criterio, es el que sí considera el valor tiempo del dinero, contando como premisa que la dimensión más importante de las utilidades sea sobre el eje del tiempo. El método sugiere en primer a valor presente a una tasa de rendimiento mayor, determinada por las utilidades esperadas, aplicando a su vez, un múltiplo dado. Esta tasa usualmente también influye por diversos factores concomitantes principalmente: a) la liquidez operativa del negocio, b) la liquidez de la acción, c) grado de confiabilidad de las estimaciones, etc. En general se puede afirmar que dicha tasa estará en función directa al grado de riesgo integral que se determine, - esto es, a mayor riesgo, aumento en la tasa.

III. Criterio con énfasis en la distribución de dividendos: Este criterio toma como dato más relevante los flujos de efectivo que lleva consigo este tipo de operación o valorización. Se fundamenta en el hecho de que el valor de mercado en cualquier momento es en cierto modo un refle

jo del valor presente de todos los dividendos - futuros a perpetuidad. Por lo que el proceso - de evaluación recae en la determinación del valor presente de los dividendos futuros pronosticados. Por consiguiente, este método contempla el costo de oportunidad que priva en el mercado financiero en general. Es de hacerse notar también que este método no incluye la expectativa o ganancia de capital que en un momento dado -- pueda tener la acción.

- IV. Por último, pasemos a ver el Método o criterio con énfasis en el valor de mercado. Parte de la base de que el valor de mercado refleja - ya la evaluación que se ha hecho de los anteriores criterios y que por tanto estudiando el comportamiento de las cotizaciones en el pasado se puede determinar su evolución futura. La composición de gráficas, la instrumentación de modelos probabilísticos y modelos con base en técnicas de simulación, entre otros, constituyen los principales elementos de juicio en la evaluación del mercado de valores en su conjunto como de - papeles en particular.

Hasta aquí hemos visto en forma muy general la plataforma teórica en que se sustenta el Análisis Burátil. Ahora - también, desde un punto de vista práctico los criterios más usados son el dinámico en sus dos acepciones, la de utilidades y dividendos y el de valor de mercado en lo concierne al estudio de gráficas.

El estudio de las acciones por medio del aspecto dinámico se le ha dado en llamar Análisis Fundamental y al que pone énfasis en el valor de mercado, Análisis Técnico.

Aun cuando ya hemos platicado acerca del Análisis Fundamental y Técnico, resulta conveniente ahondar un poco más, en estos dos tipos de Análisis, ya que constituyen la parte modular del Análisis Bursátil.

#### II.4 ANALISIS TECNICO (3)

Como ya comentamos consiste en el estudio del desenvolvimiento de las cotizaciones en el mercado, con el fin de evaluar y determinar el curso probable que tomarán los precios tanto de acciones individuales como del mercado en general. Este tipo de análisis no toma en cuenta la información concerniente a la empresa y se centra únicamente en la historia del precio de la acción en el mercado.

Las principales herramientas de evaluación lo constituyen indicadores y precios con los cuales se construyen gráficas, es por este instrumento por el que son conocidos los Analistas Técnicos. A través de la interpretación de la gráfica, como se ha dicho, se trata de predecir los precios futuros.

Este tipo de análisis tiene sus fundamentos técnicos, mis

(3) Cortina Gonzalo. Análisis Técnico.  
Curso para Analista II. Bolsa Mexicana de Valores. México  
D.F. mayo 1980. (Apuntes).

mos que pueden ser resumidos en cuatro principios:

- I. El valor de mercado es determinado solamente - por la interacción de la oferta y la demanda.
- II. La oferta y la demanda son gobernadas por una variedad de factores racionales e irracionales. Incluidos en estos factores están aquellos sobre los cuales descansan los principios del -- análisis fundamental, así como opiniones, acti-- tudes y suposiciones. El mercado pondera todos estos factores continua y automáticamente.
- III. Sin tomar en cuenta las pequeñas fluctuaciones en el mercado, los precios de las acciones se mueven en tendencia que persiste por períodos considerables, y
- IV. Los cambios en las tendencias son motivadas por cambios en las relaciones de oferta y demanda.- Estas fluctuaciones, sin importar el por qué -- ocurran, pueden ser detectadas tarde o temprano en la acción misma del mercado.

Este análisis encuentra su justificación al considerar más importantes las fluctuaciones que tienen el mercado a cor-- to plazo, puesto que se puede maximizar la utilidad en un determinado valor, aprovechando los movi-- mientos que ocu-- rran en el precio de éste, a través de comprarlo en los - puntos bajos y venderlo en los puntos altos.

Por otra parte, el analista técnico trata de llenar el -- hueco que deja el fundamental, ya que la información que éste requiere llega demasiado tarde para obtener utilidades máximas, en vista de que hay que esperar hasta que -- una serie de datos se publiquen y muchas veces cuando se conocen, ya el mercado descontó su efecto en el precio.

El análisis técnico trata de detectar los movimientos en precios y volúmenes originados por esta demanda, lo que -- le permite estar en posición de adelantarse a la publicación de los resultados.

Entre las herramientas más usadas en este tipo de análisis se encuentran lo que se denomina "Punto Figura", "Promedios Móviles", etc.

## **II.5 ANALISIS FUNDAMENTAL**

"Consiste en el estudio, análisis y evaluación de la actividad de la empresa, expresada en conceptos tales como: - ventas, utilidades, dividendos, administración, situación de mercado, industria, etc., con el objeto de estimar su potencial de crecimiento en términos de utilidades principalmente". (4)

La premisa básica del Análisis Fundamental es de que toda acción tiene un valor presente que depende de su potencial de generar utilidades y que el precio del mercado tiende a fluctuar hacia ese valor. Es decir, el valor de la em-

(4) Manual de Analistas. Dirección de Análisis  
Casa de Bolsa Fomento de Valores, S.A. de C.V. México,  
D.F. p. 16-24 (Resumen) 1981.

presa está íntimamente vinculado a sus utilidades futuras; éstas a su vez, están relacionadas (son una función) a -- sus inversiones en el sentido más amplio de la palabra.

De aquí, que uno de los problemas medulares del análisis fundamental estriba en determinar estimaciones valaderas de las mencionadas "utilidades".

Interpretar es explicar o declarar el sentido de una cosa. La interpretación de Estados Financieros viene a ser la explicación de lo apuntado en las conclusiones que se originan a través del estudio de las partes que lo forman. "El inversionista juicioso desea siempre obtener información que le muestre si las empresas en las que desea invertir han obtenido y probable continuarán obteniendo ganancias suficientes, que les garanticen el principal y los beneficios de los valores emitidos por tales empresas".

"Los Estados Financieros son la expresión cuantitativa de los resultados obtenidos por la administración en su actuación. Es la habilidad y la visión del factor humano quien da curso y determina los resultados que se obtengan; tal habilidad y visión no son cualidades abstractas, sino que dejan sus huellas en la estructura de la empresa".

El problema de las utilidades en el negocio es el punto fundamental en que convergen todos los analistas. "El -- costo del análisis es determinante en su amplitud, atendiendo a él no debe llevarse más allá de donde se necesita para reunir los suficientes elementos de juicio para deducir conclusiones importantes en relación a la producti

vidad de la empresa".

En conclusión la suficiencia o insuficiencia de las utilidades es la mécula del análisis de los Estados Financieros.

La empresa en cuestión como de la rama en que se desenvuelve; las tendencias actuales y futuras del mercado de valores, y en general de todos aquellos factores que de un modo u otro tengan influencia directa o indirectamente en los resultados de la negociación.

Además bien, la validez de un análisis estará en función de la habilidad con que puedan ajustarse las deducciones a los hechos. Para lograr este óptimo conocimiento debe de cuidarse primero el objetivo primario que lo motiva, entrando después los datos según este fin; además conviene una serie de reportes ligados con la empresa, como son:

1o. El tipo de empresas de que se trate, en cuanto a su objeto, estructura administrativa, régimen jurídico, de hecho de propiedad, desarrollo del trabajo, lugar de ejecución, etc.

2o. Dimensión de la empresa, es decir, si se trata de un negocio pequeño, mediano o grande.

3o. Clase o rama del negocio, es decir, si se trata de una empresa industrial, comercial o de servicios públicos, institución de crédito, seguros, etc.

4o. Estados particulares del negocio, es decir, to--

mara en cuenta si el negocio que se estudia, se encuentra trabajando normalmente, si se va a liquidar, fusionar, -- transformar, etc.

Por otra parte es imperativo asentar una serie de elementos que son importantes para el estudio y comprensión del movimiento de la empresa como lo son:

- Los clientes, distribuidores y consumidores de los productos o servicios de la empresa.
- Los inversionistas, tenedores de las acciones de la sociedad.
- Los proveedores de los que depende el abastecimiento de mercancías o materias primas necesarias para el funcionamiento de la empresa.
- El equipo humano de donde emanan las leyes reglamentos o decretos que afectan directa o indirectamente la actividad de la empresa.

Respecto del análisis financiero, económico y humano, el campo es muy vasto y son en si cada uno de ellos tema de otra investigación, únicamente los comentaremos en función del tema que estamos tratando.

"El análisis e interpretación de Estados Financieros nos sirve para formarnos una opinión acerca de la situación

financiera de la empresa dentro del entorno económico en que se desenvuelven" (5)

Los métodos y técnicas de análisis y su interpretación no deben considerarse como fines en sí mismos, sino como instrumentos útiles dirigidos a un objetivo determinado. En este análisis debemos atender a las desproporciones y desviaciones que se presentan y que requerirán una explicación razonable.

El establecimiento de relaciones significativas coadyuva a facilitar la interpretación y otorga un grado de confiabilidad aceptable en las conclusiones. Sin embargo, el analista que emite una opinión basado únicamente en esta herramienta, es muy probable que su juicio deje mucho que desear, ya que las conclusiones derivadas de este tipo de investigación no son de la exactitud que puede atribuirse al análisis cuantitativo de las ciencias exactas.

Por lo que se refiere al análisis económico, se estudian las fuerzas fundamentales que gravitan en torno a la empresa afectándola y que se han visualizado en parte a través del análisis financiero.

Si se pudiera cuantificar exactamente y evaluar adecuadamente, estas fuerzas, dándoles el grado de afectación real, tendríamos resuelto el problema del análisis empresarial.

(5) Macías Pineda Roberto. El análisis de los Estados Financieros y las Deficiencias de la Empresa. Ediciones Contables y Administrativas, S.A. 5a. Edición México, D.F. 1968 p.31

Lo anterior resulta prácticamente imposible, por lo que su apreciación en muchos casos es cualitativa, pero su conocimiento es necesario y nos permite visualizar las desproporciones y variaciones extremas.

"La identificación de estas fuerzas las podemos clasificar en tres niveles: 1) El Estado de los negocios en general, 2) el Estado de la rama industrial a la que pertenece la empresa y 3) el Estado de la empresa en particular.

Por lo que toca al análisis del "elemento humano" requiere de una investigación especial por parte del analista y por regla general, representa un reto a su habilidad. En este apartado se contemplan todos los aspectos cuantitativos y cualitativos en función del equipo humano que directa o indirectamente se relaciona con la empresa. Por ejemplo, se obtienen y analizan salarios promedio por trabajador, ventas promedio por trabajador, número de empleados y trabajadoras de la negociación, etc. En el aspecto cualitativo medimos los conflictos laborales, obteniendo la "sensibilidad de la empresa" ante estos eventos". (5)

Especial referencia tiene el renglón de los accionistas, donde los principales factores a analizar serían: a) número de accionistas, b) grado de concentración del accionariado, c) reputación de los accionistas, d) consideración de si las acciones se encuentran en manos firmes o bien si tienen movimientos especulativos muy pronunciados, etc.

(5) C.P. López Martínez Prudencio. El Mercado de Capitales como instrumento de desarrollo económico. Revista ejecutivos de Finanzas Editado por I.M.E.F. Dic.1980 p.22-29 (Resumen).

Los tres niveles tratados tienen como finalidad en última instancia obtener estimaciones de utilidades que lleven implícito un grado de confiabilidad aceptable.

Ahora bien, obtenidas éstas utilidades, pasamos a ver su utilización práctica en el mercado de valores. Las principales herramientas están dados por el "Estudio de múltiplos" y el de "Dividendos".

#### II.5.1 ESTUDIO DE MULTIPLOS (7)

El cociente que resulta de dividir el precio de mercado de la acción entre la utilidad neta por acción, se le denomina múltiplo. (Llamada también relación precio/utilidad, ratio  $P/U$ ).

Esta relación indica el precio de mercado de la acción expresado como un múltiplo de las utilidades por acción de la empresa. Dicho de otra forma, es el número de veces que la utilidad por acción está implícito en la cotización.

El múltiplo es una medida convencional del valor de la acción porque da una indicación de la situación de la empresa medido en función del precio de la acción. Esta herramienta es de suma utilidad porque permite evaluar el mercado de renta variable a una fecha determinada, en función de los múltiplos de las acciones, con lo cual se puede objetivizar la situación que guarda cada papel en relación al mercado en general.

---

7. Equipo de Analistas. Dirección de Análisis. Casa de Bolsa Fomento de Valores, S.A., de C.V. México D.F., 1981.

Por otra parte, para obtener un grado de validez aceptable en el uso de este instrumento de análisis, debe ir acompañado del estudio de múltiples históricos del papel, de la rama y del mercado.

La explicación de esto sería la siguiente: si tomamos el promedio del mercado en los últimos cinco años y vamos a que la relación precio-utilidad es de 8.0 veces, se puede decir que una acción con un ratio histórico de 8.0 veces se encuentra en el promedio del mercado y por tanto es probable que sus movimientos tengan alta correlación con el mercado. Si en un momento dado dicha acción tuviera un ratio sustancialmente menor, esta situación nos indicaría que su utilidad está presionada y sería probable un buen momento para la compra. Si por el contrario el ratio fuera mayor quizá reflejaría una oportunidad de venta.

Si bien no es posible determinar con exactitud una relación que indique los casos de la existencia de múltiplos elevados o inferiores al promedio respecto al desarrollo de una empresa, por lo general aquellas con altos índices de crecimiento muestran múltiplos de mayor cuantía y viceversa. Así, aquellas empresas en las cuales exista una política de expansión y crecimiento continuo que prometa avance en utilidades y dividendos, los inversionistas pagarán gustosos altos ratios sobre las presentes utilidades de estas acciones, puesto que ellos esperan incrementos en dividendos y utilidades en un futuro. Es por esto que un ratio que se eleva rápidamente en el tiempo, significa generalmente una acción con perspectivas de crecimiento durable.

Por otro lado hay que tener presente que pueden existir utilidades grandes o pequeñas en ejercicios anormales, - por lo que deben tomarse en cuenta al sacar el promedio ponderado. Asimismo, empresas en las cuales sus Estados de Resultados no reflejan utilidades reales del ciclo -- normal de operaciones, su ratio no indicará la calidad - de la acción.

### II.5.2 ESTUDIO DE DIVIDENDOS (8)

El otro aspecto de significación es la valuación de acciones está relacionada con la parte de las utilidades que son distribuidas al accionariado de la empresa.

El estudio centrará entonces a la política que ha seguido la empresa en la referente al pago de dividendos.

La proporción de las utilidades pagadas como dividendos a los accionistas mostrará la política seguida por la empresa en este aspecto de sus finanzas. Esta relación se obtiene dividiendo el monto total de dividendos distribuidos por la utilidad neta. Al igual que en el "Estudio de Ratios", es recomendable obtener el ratio histórico de esta relación, observando los períodos que ha abarcado la empresa.

La formulación de un plan financiero debe tener presente la posible descapitalización en que se incurrirá si no se observa las proporciones adecuadas en las aplicaciones de utilidades.

---

(8) Idem

La instrumentación práctica en lo concerniente al mercado accionario está dado por el rendimiento, mismo que se refiere al porcentaje resultante de dividir el dividendo entre el precio de la acción. Una baja en el rendimiento puede ser ocasionada por un decremento en el dividendo pagado, o un incremento en el precio de la acción. El inversionista muy a menudo calculará el rendimiento de acuerdo con el precio que pagó o va a pagar por la acción, sea cuando el precio haya cambiado desde que la posee o que el dividendo vaya a cambiar después de que la compra. Los dividendos deberán satisfacer las necesidades por sus propios de cada inversionista.

El significado del rendimiento ya sea para comprar o vender en un momento determinado, estará dado por el precio presente y dividendo anual presente o esperado. Generalmente las acciones con un potencial de crecimiento satisfactorio tendrán un rendimiento bajo y por el contrario - las acciones con una política estable de dividendos y muy alta rentabilidad, pero que no contengan la característica anterior, tendrán un rendimiento alto.

Igual que en el caso de múltiple, lo más interesante es establecer un rendimiento histórico, con el objeto de poder apreciar la conveniencia de la inversión en tal o cual acción.

Otro elemento de juicio que tiene el analista es conocimiento de el rendimiento anual considerando la inversión, los dividendos decretados y la plusvalía, desde la fecha de colocación en Bolsa o cualquier fecha posterior.

## II.6 FACTOR RIESGO (9)

Con lo mencionado hasta el momento, podemos decir que hemos abarcado una parte considerable de la problemática -- del Análisis Barajtil. Sin embargo, el tema que nos ocupa (esto es, "Elementos de Análisis Barajtil") estaría definitivamente incompleto, sino comentáramos brevemente un elemento que va implícito en cualquier toma de decisión -- de inversión, nos referimos al factor riesgo.

Podemos decir que el problema de valuación es y será siempre un problema de enfrentarse a la incertidumbre, o sea, al riesgo de la inversión.

En el campo en el que se desenvuelven el analista barajtil de crédito en el campo practicado para responder al dueño de una inversión, se puede decir que el factor elemento más crítico en relación a la inversión es que implica riesgo.

Cuando se cuenta entonces que el riesgo es un factor fijo, es tanto que las utilidades y los rendimientos son -- condiciones variables, es evidente que se debe tener muy en cuenta por una apreciación correcta de los riesgos.

Dentro de los riesgos que lleva implícita una inversión -- podemos mencionar entre otros: a) Variaciones en rendimiento y valor de los títulos, b) Cambios del poder adquisitivo de la moneda, c) Independencia y liquidez del mercado, d) Acción legislativa, o en términos generales política -- del gobierno que afecte a los valores.

(9) Marques BISS -Cebado Javier. Carteras de Inversión: -- "Fundamentos Teóricos y Modelos de Selección Óptima". Editorial Limusa. México, D.F., Enero 1981. p.55-117 (Resumen).

Los puntos señalados conducen a variaciones positivas o negativas en el desenvolvimiento del mercado. Si bien es cierto que es imposible señalar o establecer un sistema de inversión que elimine los riesgos, sí en cambio, se puede indicar los medios de minimizar éstos.

Un programa de inversión acertado debe considerar y ponderar los riesgos que en el futuro se pueden presentar y orientarse de tal forma de aprovechar las tendencias que se prevén. Para lo cual se debe tener en cuenta una serie de factores que son causas fundamentales que actúan dichos riesgos:

Factor de la relatividad. (10) En el mercado de valores se movían diversos títulos que representan una variedad limitada de negocios que producen mercancías o servicios. Entre dichos valores de los negocios se distinguen en una categoría para satisfacer las más distintas exigencias de lucro. Al existir diferencias semejantes respecto a la rentabilidad de una inversión se genera transacción que dan origen a la liquidez forzosa.

En rentabilidad o liquidez, impone una tarea de constante vigilancia del mercado, con el objeto de aprovechar cualquier oportunidad de mejorar posiciones o de minimizar pérdidas. Así puede resultar que la obtención de un determinado valor pueda estar presionada, manteniéndose la a niveles bajos, no porque su valor intrínseco haya -

---

(10) Idea.

disminuido en términos absolutos, sino en relación al -- atractivo que ofrecen otros títulos. Es por esto que -- aparte de determinar la bondad de cualquier inversión, - se debe de considerar también la posición relativa que - guarda en el mercado en su conjunto.

Factor de la dinámica. (11) El registro histórico de -- precios a los cuales la acción ha sido objeto de transac -- ción en el pasado, ejerce una influencia en el comporta -- miento de sus precios actuales y los seguirá afectando - en el futuro, independientemente de la tendencia general del mercado.

Sin embargo, muchas veces se recurre a la valuación de - un valor mediante técnicas que conceden importancia preponderante a las características individuales del título, tales como su valor en libros o su desenvolvimiento particular en el mercado, haciendo caso omiso de su interde -- pendencia con otros valores y con las tendencias genera -- les.

Es claro que las acciones tienen una pauta de comporta -- miento en sus precios individuales, que constituyen parte de la evidencia que el analista debe considerar, pero teniendo presente que ninguna técnica aislada puede dar una solución adecuada al problema de selección.

Factor especulación. (13) Podemos apuntar que toda inver -- sión lleva implícita, en menor o mayor grado, el factor

---

(11) Idem.

(13) Idem.

especulación; actitudes del mercado bursátil y posiciones externas a él provocan condiciones que derivan a modificaciones en la cotización de los títulos; dichos cambios en precio pueden estar influidos por movimientos especulativos, originados en el desconcierto momentáneo en cuanto al valor de un título, o bien pueden presentarse por operaciones preconcebidas.

La combinación de técnicas analíticas ayudará a detectar y prevenir la presencia de este factor o bien a emplearlo según sea el objetivo.

Factor de las oportunidades. (14) En la continua revisión y vigilancia del mercado, se presenta al analista el problema de cómo reconocer y aprovechar las mejores oportunidades de inversión.

El analista debe esforzarse en conocer el mayor número de elementos que inciden en el comportamiento de cada título, para poder diagnosticar cuándo se encuentra cada uno en la mejor posición de ser objeto de compra o venta, y por último.

Factor pronóstico. (15) Una previsión por sólidamente fundada que se encuentre, estará siempre sujeta a una comprobación posterior. Sin embargo, muchas veces se cuenta con pronósticos suficientes fundados para otorgarles un alto índice de confiabilidad.

---

(14) Idem.

(15) Idem.

Toda oportunidad de mercado se realciona con pronósticos de precios. La validez de ellos estará en función de: - período del pronóstico, premisas consideradas, métodos - empleado y modificaciones a las condiciones supuestas.

Con esto último, hemos tratado de dar un marco general - de las principales herramientas utilizadas en el Análisis Bursátil. En la medida en que los métodos, técnicas y - demás instrumentos se perfeccionan, adecuándolos a nues- tro particular mercado, permitirá llegar a juicios lo -- más veredero posibles de la potencialidad de las empre- sas para lograr estimar su valor intrínseco; permitiendo así una mejor evaluación de las cotizaciones de Bolsa.

**C A P I T U L O   I I I**

**L A S   I N V E R S I O N E S   E N   V A L O R E S**

## CAPITULO III.

LAS INVERSIONES EN VALORES.III.1 DEFINICION GENERAL DE VALORES

Los valores son títulos emitidos por personas físicas, - empresas o gobiernos, que otorgan un derecho literal de propiedad, que puede ser sobre los activos o pasivos del emisor; produciendo un rendimiento económico y se negocian en el mercado de valores o financieros.

III.2 CLASIFICACION DE LOS VALORES

- |   |                               |
|---|-------------------------------|
| A) <u>Conforme a su origen:</u>                           | 1) Nacionales                 |
|   | 2) Extranjeros                |
| B) <u>Conforme a la naturaleza de la entidad emisora:</u> | 1) Públicos                   |
|   | 2) Privados                   |
| C) <u>Conforme a la tendencia:</u>                        | 1) Nominativos o a la orden   |
|   | 2) Portador                   |
| D) <u>De acuerdo a la forma de emisión:</u>               | 1) Seriadados o en serie      |
|   | 2) No seriadados              |
| E) <u>Conforme a su rendimiento:</u>                      | 1) Valores de Renta Fija      |
|   | 2) Valores de Renta Variable. |

A) 1) VALORES NACIONALES: Son todos aquellos títulos cuyas emisoras se encuentran constituidas jurídicamente y domiciliadas socialmente en territorio nacional bajo las normas legales vigentes.

2) VALORES EXTRANJEROS: Son todos aquellos títulos cuyas emisoras están establecidas le--

galmente fuera del territorio nacional.

B) 1) VALORES PUBLICOS:

Son aquellos títulos que son emitidos por los gobiernos - municipales estatales o federal en su carácter y atribución de autoridad.

2) VALORES PRIVADOS:

Son aquellos títulos que son emitidos por personas físicas o morales con carácter particular.

C) 1) VALORES NOMINATIVOS O A LA ORDEN:

Son aquellos títulos que se encuentran registrados a nombre de personas físicas o morales y cuya transferencia tiene que efectuarse mediante el endoso del propietario o su representante, el endoso se realiza en el propio título.

2) VALORES AL PORTADOR:

Son todos aquellos títulos - cuya tenencia no requiere del registro del poseedor y la transferencia se realiza mediante la simple entrega del título. La propiedad es del que tiene físicamente el título.

D) 1) VALORES SERIADOS O EN SERIE:

Son aquellos títulos que en su expresión unitaria y referentes a la misma emisión, proporcionan idénticos derechos a sus propietarios y por lo tanto representan una parte alicuota o proporcional del capital o del pasivo del emisor.

2) VALORES NO SERIADOS:

Son aquellos títulos que no proporcionan idénticos derechos a sus propietarios, por

tener características esenciales diferentes, como: plazo, monto, intereses, etc.

- E) 1) VALORES EN RENTA FIJA: Son aquellos títulos que retribuyen a su poseedor un interés bruto constante y su pago es en forma periódica, independientemente de cualquier contingencia del mercado. Pueden ser emitidos por particulares, sociedades anónimas, instituciones financieras y fiduciarias. Estos títulos representan generalmente un crédito colectivo a cargo de la empresa emisora.
- 2) VALORES DE RENTA VARIABLE: Son aquellos que retribuyen un rendimiento variable a su poseedor y el cual está condicionado por la situación económica de la empresa, las condiciones del mercado y la situación política. Estos valores representan una parte proporcional del capital social de la empresa emisora, representado por las acciones.

### III.3 FUNCION DE LOS VALORES

La función principal consiste en la captación del Ahorro interno, para que las empresas adquieran financiamiento a largo plazo, encausándolo hacia bienes de capital. Así -- lograr el crecimiento de las instituciones y el desarrollo de la economía en general.

### III.4 EFECTOS DE LA INFLACION SOBRE LA CAPTACION DE RECURSOS

- . Mayor propensión al consumo
- . Más preferencia por liquidez
- . Disminución del ahorro interno
- . Desaceleración de la captación de recursos
- . Provoca compra de divisas, para buscar protegerse de posible devaluación ante la pérdida del poder adquisitivo de la moneda.
- . Incrementa la inversión hacia sectores improductivos (inmuebles, obras de arte, joyas, etc.)
- . Induce a la acumulación de inventarios con fines especulativos en las empresas.
- . Produce inoperancia del mercado de capitales a largo plazo.
- . Provoca la elevación de tasas de interés nominales, como medio para estimular el ahorro y así poder captar más dinero en el sistema financiero.

### **III.5 VALORES DE RENTA FIJA Y RENTA VARIABLE**

#### **III.5.1 GENERALIDADES**

La división que existe de valores de Renta Fija y Renta variable es atendiendo básicamente al rendimiento que proporcionan. De aquí que los primeros devengarán un interés fijo sujeto a las condiciones estipuladas en la emisión respectiva, y los segundos los beneficios estarán dados en función de las utilidades generadas por la negociación.

Los valores que integran el grupo de Renta Fija nos presentan una deuda a largo plazo para la empresa -

emisora en tanto las acciones, títulos representativos de los valores de renta variable significan una parte alícuota en la propiedad de una empresa. El accionista es un propietario; el tenedor de un título de renta fija es un acreedor.

Pueden resumirse de un modo general lo derechos de accionista y de los tenedores de valores de renta - fija como sigue:

#### **Derechos de los accionistas**

##### **I. Derecho a dirigir la empresa:**

- a) a elegir directores
- b) a inspeccionar libros

##### **II. Derecho al patrimonio de la empresa:**

- a) a recibir dividendos cuando sean decretados
- b) a recibir una parte proporcional del patrino nio de la empresa, cuando ésta sea liquidada o vendida o permutada

##### **III. Derecho a modificar la constitución original de la empresa:**

- a) a probar cambios en los objetivos de la compañía.
- b) a probar modificaciones de la escritura constitutiva.
- c) a probar cambios en los estatutos y reglamentos.
- d) a suscribir en igualdad de condiciones las -

emisiones subsecuentes de acciones.

**Derechos principales de los tenedores de valores de Renta Fija.**

- I. Derecho a recibir pago de intereses fijos en fecha determinada.
- II. Derecho al pago de capital en una fecha determinada.
- III. Prelación en el pago en caso de liquidación o quiebra.
- IV.- Ningún derecho adicional sobre el capital o ganancias de la empresa, ni participación directa en la dirección.

Se puede decir que los atractivos de estos valores - deben estar compensados con los riesgos que implican, es decir, con valores de renta fija se obtendrá un - rendimiento fijo, sacrificándose ciertos derechos, - en tanto la renta variable absorbe mayores riesgos, pero goza de otros beneficios.

### **III.5.2 VALORES DE RENTA FIJA**

- . Cédula Hipotecaria
- . Bono Hipotecario
- . Obligación Hipotecaria
- . Obligación Quirografaria

- . Bono Financiero
- . Bono del Estado
- . Certificado de Participación Inmobiliaria

#### **Inversiones a Plazo**

- Pagars
- Certificados de Depósito a Plazo Fijo.
- Depósito a Plazo Fijo de 11 y 12 años
- Certificados Financieros.

#### **Depósito a Plazo Retirables en días Preestablecidos:**

- 2 veces a la semana
- 1 vez a la semana
- 1 vez al mes

## CEDULAS HIPOTECARIAS

Son títulos valores emitidos por particulares, a cargo de ellos, con garantía de un bien raíz específico. La emisión se realiza mediante la intervención de una Institución de Crédito Hipotecaria, la cual garantiza solidariamente todas las obligaciones que se deriven de las cédulas emitidas por el particular y con su intervención.

### **EMISOR:**

Es la persona física o moral, - dueña de un bien raíz, que solicita un crédito a la institución hipotecaria y origina la emisión de las cédulas. Las cédulas se imprimen a nombre del particular, pero en el mercado financiero se identifican con el nombre de la hipotecaria que intervino en la emisión.

### **GARANTIA:**

La constituye el bien raíz específico, domiciliado que el dueño o emisor entrega a la institución en prenda y que queda gravado hasta que se liquida totalmente en crédito.

### **VALOR NOMINAL:**

100 pesos o múltiplo de éste.

### **INTERES BRUTO:**

Es constante durante toda la vida de la emisión.

### **LIQUIDACION O REDENCION:**

Esta se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el principio de la emisión. Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas y anticipadas.

### **FORMA DE EMISION:**

En serie. Esto quiere decir que todos los valores correspondien-

tes a la misma emisión y considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en proporciones iguales a sus poseedores.

**TENENCIA:**

Generalmente son al portador, para facilitar su negociación. Pueden emitirse en forma nominativa.

**VIDA:**

De 5 a 20 años generalmente, aunque puede ser menor.

**PLAZO DE INTERESES:**

Se hace en forma periódica, -- mensual contra cupón.

**ESTABLECIMIENTO DE CAPTACION  
DE:**

Instituciones o departamentos hipotecarios.

## BONOS HIPOTECARIOS

Son títulos valores emitidos directamente por las sociedades de crédito hipotecario. La garantía la forman los -- créditos que la Sociedad Hipotecaria otorga a sus clientes y por los demás activos de la institución. En caso de la liquidación de la Sociedad estos títulos tienen prioridad sobre el total de los activos y recursos de la propia institución, respecto de las demás obligaciones y compromisos.

<b>EMISOR:</b>	Es la propia institución hipotecaria que con objeto de captar recursos, realiza las emisiones.
<b>GARANTIA:</b>	La constituyen todos los créditos otorgados a personas físicas o jurídicas y demás bienes -- los activos de la institución.
<b>VALOR NOMINAL:</b>	100 o múltiplo de 500.
<b>INTERES NETO:</b>	Es constante durante toda la vida de la emisión.
<b>LIQUIDACION O AMORTIZACION:</b>	Esta se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el momento de la -- emisión. Las amortizaciones que son por partes, fijas o variables.
<b>FORMA DE EMISION:</b>	Es serie. Esto quiere decir que todos los valores correspondientes a la misma emisión y considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
<b>TITENENCIA:</b>	Generalmente, al portador, para

facilitar su negociación, es la forma más común, pero se puede emitir nominativamente.

**VIDA:**

De 5 a 20 años generalmente, -- aunque puede ser menor tiempo.

**PAGO DE INTERESES:**

Se hace en forma mensual, periódica contra cupón.

**INSTRUMENTO DE CAPTACION:**

Instituciones o departamentos - hipotecarios.

## OBLIGACIONES HIPOTECARIAS

Con títulos valores emitidos por sociedades anónimas (no crediticias) y están garantizados por hipoteca que se establece ante notario al pactar la emisión. La hipoteca es sobre los bienes inmuebles de la empresa emisora como edificios, terrenos, etc.

- EMISOR:** Es la propia Sociedad Anónima - (no crediticia) la que con objeto de captar recursos realiza las emisiones.
- SEGURIDAD:** La constituyen todos los bienes inmuebles que se entregan en garantía al momento de pactarse la emisión. Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas o anticipadas.
- VALOR NOMINAL:** 100 y 1,000 o múltiplo de éstos.
- INTERES INTER:** Constantes durante toda la vida de la emisión.
- LIQUIDACION O REDENCION:** Se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el inicio de la emisión. Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas o anticipadas.
- FORMA DE EMISION:** En serie. Esto quiere decir -- que todos los valores correspondientes a la misma emisión y -- considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.

- TENENCIA:** Generalmente, al portador, es -  
la forma más común, pero se pueden  
emitir nominativamente.
- VIDA:** De 5 a 20 años generalmente, --  
aunque puede ser menor.
- PAGO DE INTERESES:** Se hace en forma semestral, pe-  
riódica contra cupón.
- INSTRUMENTOS DE CAPTACION:** Sociedades anónimas (no crediticia  
s).

Este tipo de valores en el momento de su emisión requieren de un representante común, para los obligacionistas ante - la Empresa emisora. Este representante debe ser una Institución Bancaria o de Crédito.

### OBLIGACIONES QUIROGRAFARIAS

Son títulos valores emitidos por sociedades anónimas (no crediticias), están garantizadas por la solvencia económica y moral de la Empresa y respaldadas por los activos de la misma, sin hipotecar.

<b>EMISORA:</b>	Es la propia Sociedad Anónima - (no crediticia), la que con objeto de captar recursos realiza las emisiones.
<b>GARANTIA:</b>	La constituyen todos los bienes y activos de la empresa sin hipotecar. Es decir el propio patrimonio de la firma de la garantía.
<b>VALOR NOMINAL:</b>	1,000 o múltiplo de ésta.
<b>INTERES INTER:</b>	Constante durante la vida de la emisión o ajustable a la tasa del mercado.
<b>LIGERACION O REDENCION:</b>	Se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el inicio de la emisión. Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas o anticipadas.
<b>FORMA DE EMISION:</b>	En serie. Esto quiere decir que todos los valores correspondientes a la misma emisión y considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
<b>TENENCIA:</b>	Generalmente al portador, es la forma más común, pero se pueden emitir nominativamente.
<b>VIDA:</b>	De 3 a 15 años generalmente.

**PAGO DE INTERESES**

Se hace en forma semestral periódicamente contra cupón.

**INSTRUMENTOS DE CAPTACION: Sociedades Anónimas (no crediticias).**

Este tipo de valores a la hora de su emisión requieren de un representante común para los obligacionistas ante la Empresa emisora. Este representante es generalmente una Institución Bancaria.

**PROCEDIMIENTO PARA LA OBTENCION DEL RENDIMIENTO NETO --  
ANUAL CONSIDERANDO AMORTIZACIONES DE LAS OBLIGACIONES -  
HIPOTECARIAS DE TELEFONOS DE MEXICO, S.A.**

**CARACTERISTICAS:**

**Monto:** Las Series "E" a la "Z" son de \$50 millones  
Las Series "AA" a la "CC" son de 100 millones  
Las Series "DD" a la "JJ" son de \$150 millones

**Plazo:** El plazo para su amortización total es de 20 -  
años.

**Tasa:** El 8% para las Series "E" a la "H"  
El 10% para las Series "I" y "J"  
El 9% para las Series "K" y la "II"  
El 12% para la Serie "JJ" en adelante

**Pago de Intereses:**

Se efectúan en forma semestral.

**Amortizaciones:**

Se realizan en forma anual a partir del 6o. año,  
mediante sorteo.

**Definición:**

Es la previsible ganancia promedio expresada en  
por ciento anual, que puede obtener el inversio-  
nista considerando la expectativa de amortiza-  
ción a la fecha determinada. De aquí que este

rendimiento se refiere a la posible ganancia -- anual, considerando el promedio de amortizaciones que faltan por efectuarse, es decir que si a una emisión le faltan 10 amortizaciones, el título adquirido puede salir sorteado en alguna de ellas.

**Elementos:**

- a) Precio de mercado
- b) Valor nominal
- c) Vida promedio
- d) Tasa de interés
- e) Impuesto I.S.R. 21%

**EXPLICACION DE LOS PRINCIPALES ELEMENTOS:**

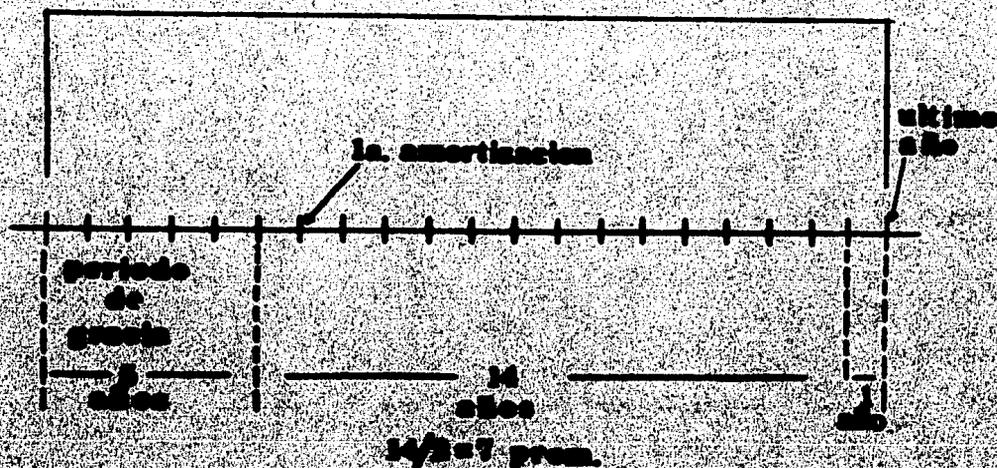
**Vida Promedio:**

Es la expectativa promedio expresada en años, de que salga sorteada la emisión.

**Cálculo:** La vida promedio puede obtenerse por diferentes métodos de los cuales a continuación se enumeran tres:

## 1. METODO GRAFICO

## VIDA DE LA EMISION



$$\text{vida promedio: } 5 + 7 + 1 = 13 \text{ años}$$

Como se podrá observar en los primeros cinco años, no se realiza ninguna amortización, por lo tanto no hay vida promedio; en los siguientes catorce años, es decir, durante el período de amortización la vida promedio es de siete años. El último año tampoco tiene vida promedio, en virtud de que es la última amortización. Por consiguiente la vida promedio de las emisiones bajo las anteriores características, se fija en 13 años.

II. METODO ARITMETICO

<u>PERIODO</u>	<u>AMORTIZACION</u>	<u>PRODUCTO</u>
<u>A</u>	<u>B</u>	<u>A x B</u>
0	-	-
1	-	-
2	-	-
3	-	-
4	-	-
5	-	-
6	1	6
7	1	7
8	1	8
9	1	9
10	1	10
11	1	11
12	1	12
13	1	13
14	1	14
15	1	15
16	1	16
17	1	17
18	1	18
19	1	19
20	1	20
<b>Sumatoria</b>	<b>15</b>	<b>195</b>

Vida promedio  
 $\frac{195}{15} = 13$  años

III. METODO DE SERIES CONTINUAS

$X = \frac{(\text{Primer término} + \text{El último término}) \text{ No. de términos}}{2}$

$X = \frac{(6 + 20) \cdot 15}{2} = \frac{390}{2} = 195$

Vida Promedio =  $\frac{195}{15} = 13$  años

Cabe señalar que la vida promedio va disminuyendo, conforme avanza el tiempo. Así, durante el período de gracia, la disminución anual es de 1.0 años, en los siguientes catorce años es de 0.5 años anual y finalmente 1.0 año en el último período. El factor de disminución mensual cuando ésta sea de 10 años es de 0.0833333 y de -- 0.04166666 cuando la disminución sea de 0.5 años.

Por otro lado, hay que señalar que el rendimiento neto anual sin considerar amortizaciones, se obtiene de dividir el interés neto entre el precio de mercado.

#### CALCULO DEL RENDIMIENTO (Ejemplo Serie "L")

- a) Se calcula el descuento, es decir la diferencia del valor de redención (valor nominal) con respecto a su precio de mercado.

$$\begin{array}{r r r r} \text{Valor nominal} & - & \text{Precio de mercado} & = & \text{Descuento} & -- \\ & & & & \text{(ganancias de capital)} & \\ 100.00 & - & 76.50 & = & 23.50 & \end{array}$$

- b) El descuento se divide entre la vida promedio -- anual de la emisión.

$$\frac{23.50}{4.750} = 4.947$$

- c) Al resultado del inciso (b), se le suma el interés neto

$$4.947 + 7.110 = 12.057$$

- d) A la suma del inciso (c) se divide entre el precio de mercado.

$$\frac{12.057}{76.50} = 15.76\% \quad \text{Rendimiento neto - anual considerando amortización.}$$

Los pasos anteriores resumidos en términos de una ecuación sería:

$$\text{Raca} \frac{\frac{Vn - Pa}{Vp} + In}{Pa} : \text{de donde:}$$

**Raca** = Rendimiento neto anual considerando amortizaciones.

**Vn** = Valor nominal

**Pa** = Precio actual

**In** = Interés neto (después de I.S.R.)

**Vp** = Vida promedio

## BONOS FINANCIEROS

Son títulos valores emitidos por Instituciones de crédito conocidas como Sociedades Financieras. Estos títulos garantizados por los créditos otorgados por la Sociedad Financiera a las Empresas y además están respaldados por todos los activos de la Sociedad.

- EMISOR:** Es la propia Institución Financiera, la cual realiza las emisiones para captar recursos.
- GARANTIA:** La constituyen todos los activos de la Sociedad Emisora y -- los créditos otorgados por ella a terceras personas.
- VALOR NOMINAL:** 1,000 o múltiplo de ésta.
- INTERES BRUTO:** Constante durante toda la vida de la emisión.
- LIQUIDACION O REDENCION:** Se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan -- desde el inicio de la emisión.-- las amortizaciones pueden ser -- por sorteo, fijas o anticipadas
- FORMA DE EMISION:** En serie. Esto quiere decir -- que todos los valores correspondientes a la misma emisión y -- considerados en su expresión -- unitaria, otorgan los mismos de rechos y en la misma proporción a sus poseedores.
- TENENCIA:** La forma más común es el portador, pero se pueden emitir nominativamente.
- VIDA:** De 5 a 20 años, generalmente, -- aunque puede ser menor.

**PAGO DE INTEPESES:**

Se hacen en forma trimestral, -  
contra cupón.

**INSTRUMENTOS DE CAPTA-  
CION:**

**Sociedades Financieras.**

## BONOS DEL ESTADO

Son títulos valores emitidos por gobiernos municipales, estatales o federal con su carácter y atribuciones de autoridad. Se encuentran garantizados por ingresos provenientes de impuestos en general o por algún impuesto específico creado para dicho fin.

<b>EMISOR:</b>	Son gobiernos municipales, estatales o federales en su calidad de autoridad pública.
<b>GARANTIA:</b>	La constituyen los impuestos.
<b>VALOR NOMINAL:</b>	1,000 o múltiplo de éste.
<b>INTERES BRUTO:</b>	Constante durante toda la vida de la emisión.
<b>LIQUIDACION O REDENCION:</b>	Se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el inicio de la emisión.- Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas o anticipadas.
<b>FORMA DE EMISION:</b>	En serie. Esto quiere decir -- que todos los valores correspondientes a la misma emisión considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
<b>TENENCIA:</b>	La forma más común es al portador, pero se pueden emitir nominativamente.
<b>VIDA:</b>	De 5 a 20 años, generalmente.
<b>PAGO DE INTERESES:</b>	Se hace en forma semestral, contra cupón.

**INSTRUMENTOS DE CAPTACION: De los Municipios, Estados o  
Federación.**

**CERTIFICADOS DE PARTICIPACION INMOBILIARIA**

Son títulos valores emitidos directamente por sociedades fiduciarias mediante fideicomiso irrevocable para determinado objeto o proyecto. Estos valores representan un derecho sobre los frutos o rendimientos de las inversiones del fideicomiso. El rendimiento o interés es fijo.- La garantía está representada por las inversiones o bienes del propio fideicomiso.

- EMISOR:** Un Fiduciario mediante el establecimiento de un fideicomiso a solicitud de un Fideicomitente.
- GARANTIA:** La constituyen las inversiones, bienes y derechos del fideicomiso.
- VALOR NOMINAL:** 100 o múltiplo de éste.
- INTERES BRUTO:** Constante durante la vida del fideicomiso.
- LIQUIDACION O REDENCION:** Se hace mediante amortizaciones que se determinan y programan desde el inicio de la emisión.- Las amortizaciones pueden ser por sorteo, fijas o anticipadas.
- FORMA DE EMISION:** En serie. Esto quiere decir -- que todos los valores correspondientes a la misma emisión y -- considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
- TENENCIA:** La forma más común es al portador, pero se pueden emitir nominativamente.

- VIDA:** La duración del fideicomiso
- PAGO DE INTERESES:** Se hacen en forma trimestral, -  
contra cupón.
- INSTRUMENTOS DE CAPTACION:** De personas físicas o morales -  
que desean captar recursos para  
un proyecto determinado y a las  
cuales se les denomina fideico-  
mitentes dentro del contrato de  
fideicomiso.

## INVERSIONES A PLAZO FIJO

Son depósitos a un plazo determinado, que representan -- otra fuente de captación de recursos para las sociedades hipotecarias y sociedades financieras. Estos depósitos se pueden documentar de diversas formas, dependiendo --- ésto del plazo y de la emisora. La garantía está formada por los activos de la sociedad emisora.

<b>EMISORA:</b>	Sociedades Financieras e Hipotecarias.
<b>GARANTIA:</b>	Los activos de las Instituciones emisoras.
<b>VALOR NOMINAL:</b>	Variable.
<b>INTERES BRUTO:</b>	Constante, durante el plazo de vigencia.
<b>LIQUIDACION O REDENCION:</b>	Al vencimiento, fecha fija.
<b>FORMA DE EMISION:</b>	No en serie. (puede ser progresiva).
<b>TENENCIA:</b>	Nominativa.
<b>VIDA:</b>	Variable, predeterminada.
<b>PAGO DE INTERESES:</b>	Periódico en forma mensual.
<b>INSTRUMENTOS DE CAPTACION:</b>	Sociedades Financieras e Hipotecarias.

**ALGUNAS FORMAS DE DOCUMENTACION SON:**

- 1) Certificado de Depósito a Plazo Fijo.
- 2) Pagars.
- 3) Certificados Financieros.

**CERTIFICADOS DE PARTICIPACION**  
**"PETROBONOS"**

Son títulos valores emitidos por Nacional Financiera -- como sociedad fiduciaria mediante fideicomiso irrevocable constituido entre el Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público de Nafin. - Estos valores representan un derecho derivado de un contrato de compra-venta de petróleo crudo con Petróleos Mexicanos.

- EMISOR:** Nacional Financiera mediante el establecimiento de un fideicomiso y a solicitud de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público.
- GARANTIA:** Los derechos derivados de un -- contrato de compra-venta de petróleo crudo con Petróleos Mexicanos.
- VALOR NOMINAL:** \$ 1,000 o múltiplo de éste.
- INTERES NETO:** Inicialmente pagó 7% anual neto por el 1er. trimestre y a partir del 2o. trimestre pagará 10% anual neto, revisable y pagadero trimestralmente.
- LIQUIDACION O REDENCION:** En una sola amortización al término de los 3 años o sea el 29 de abril de 1980.
- FORMA DE EMISION:** Unica otorgando los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
- TENENCIA:** Son títulos al portador.

**VIDA:** 3 años que es la duración del fideicomiso.

**PAGO DE INTERESES:** Se hacen en forma trimestral.

**INSTRUMENTO DE CAPTACION:** Del Gobierno Federal a través de la Secretaría de Hacienda y Crédito Público que es la - fideicomitente.

CERTIFICADOS DE TESORERIA

Son títulos valores emitidos por el Gobierno Federal a través de las Secretaría de Hacienda y Crédito Público sin interés. El rendimiento depende del diferencial - entre el precio de compra que es bajo par y el precio de redención que es su valor nominal.

<b>EMISOR:</b>	El Gobierno Federal a través de la Sría. de Hacienda y Crédito Público.
<b>GARANTIA:</b>	La constituye el crédito del Gobierno Federal.
<b>VALOR NOMINAL:</b>	\$10,000 o múltiplo de éste.
<b>INTERES:</b>	No tiene y el rendimiento está dado por el diferencial entre su precio de compra bajo par y su valor de redención o su precio de venta.
<b>LIQUIDACION O REDENCION:</b>	Se efectúa en una sola amortización al final de la vida que actualmente es de 3 meses.
<b>FORMA DE EMISION:</b>	En serie. Quiere decir que todos los valores correspondientes a la misma emisión considerados en su expresión unitaria, otorgan los mismos derechos y en la misma proporción a sus poseedores.
<b>TENENCIA:</b>	Son títulos al portador.
<b>VIDA:</b>	Actualmente, es de 3 meses, sin embargo pueden llegar a ser hasta de un año.
<b>PAGO DE INTERESES</b>	

**INSTRUMENTOS DE CAPTACION: Del Gobierno Federal**

### III.5.3 VALORES DE RENTA VARIABLE

Como se a mencionado anteriormente esta clase de valores lo constituyen las acciones, mismas que representan una porción determinada del capital de una empresa. Sin embargo, se puede apuntar el significado que tiene para las dos partes afectadas: la empresa y los accionistas. Desde el punto de vista de la empresa emisora, la colocación de acciones es un medio de financiamiento, representa mercancías que se pretende distribuir entre el público, igual que un producto, se busca sean lo más atractivos posible, con el objeto de que se puedan vender en condiciones favorables.

Considerando lo anterior, se emiten con diversas características previniendo múltiples combinaciones de ingreso, riesgo y control.

Desde el punto de vista de inversionista, las acciones representan una inversión permanente, con opción a que si en un momento dado ya no desea tener sus recursos en la empresa, puede realizarlas íntegramente, pues son transferibles. En lo que se refiere a los productos de su inversión, éstos están relacionados con el desenvolvimiento de la empresa; si genera grandes utilidades se obtienen buenos dividendos; por el contrario si las utilidades -- son bajas el dividendo correrá la misma suerte, incluso se puede llegar a omitir.

### III.5.4 CLASIFICACION DE LAS ACCIONES

Existen diversas clasificaciones de las acciones, basadas

éstas en función a diversas situaciones que en ellas se presentan. A continuación se enuncian las principales.

#### III.5.4.1 ATENDIENDO A SU ORIGEN

Se dividen en numerario y en especie. El primero se refiere a que las acciones van a ser cubiertas íntegramente con dinero en efectivo.

Por lo que toca a las acciones en especie, éstas se cubren con aportaciones distintas del numerario, y deberán quedar totalmente exhibidas al momento de constituirse la sociedad. En la escritura constitutiva se deberá -- especificar los bienes que se han aportado, el valor -- asignado y el criterio seguido para su valorización. -- Además las acciones en especie quedarán depositadas en la sociedad por un período de dos años, con el objeto de que si en ese lapso de tiempo los bienes aportados disminuyen de valor en más de un 25%, el accionista está obligado a aportar la diferencia.

#### III.5.4.2 EN CUANTO A SU FORMA

Se pueden subdividir atendiendo a la designación del titular y a su valor intrínseco. En el primer caso se dividen en nominativas y al portador.

Las acciones nominativas son las expedidas a favor de una persona determinada, cuyo nombre se consigna en el texto mismo del documento. Este tipo de acciones se transfieren mediante el endoso. Las acciones al portador, como

su nombre lo indica no se extienden a nombre de personas determinada y su transmisión se realiza por la simple -- tradición del documento.

Atendiendo a su valor intrínseco se dividen con valor nominal y sin valor nominal. Las acciones con valor nominal son aquellas que expresan en su texto el valor nominal de emisión, en tanto las segundas no mencionan el valor nominal del título expresando el número total al de acciones de la sociedad.

#### **III.5.4.3 EN CUANTO A LOS DERECHOS QUE CONFIEREN**

Desde este punto de vista se dividen en dos grandes grupos: acciones comunes y acciones preferentes, éstas a su vez encuentran varias subdivisiones en función de tipos y características.

**Acciones comunes:** las acciones comunes representan la -- propiedad dentro de la empresa, gozan de los mismos derechos y deberes, dentro de las normas que fijen los estatutos. Ningún derecho adicional puede ser conferido a este tipo de acciones, pues automáticamente se convertirán en acciones preferentes.

**Acciones preferentes:** estas acciones son las que poseen, aparte de los mismos derechos y privilegios de las comunes (exceptuando el derecho a voto, en la mayoría de los casos) ciertas preferencias. Estas preferencias se refieren en cuanto a dividendos a activos, o a ambos. Por lo regular la preferencia está relacionada con los dividendos.

Por lo que toca a las acciones preferentes respecto a - activos se refiere a que en caso de disolución por quiebra de la sociedad, recibirán la parte que les corresponde, antes de las acciones comunes. Esta situación es -- significativa cuando existe el peligro de que la empresa no pueda devolver el total del valor nominal, por lo que la preferencia en este caso de traduce en una protección para sus tenedores.

Las acciones preferentes tienen varias modalidades. A - continuación se describen las más importantes:

1. Acciones preferentes no participantes y participantes.
2. Acciones preferentes no acumulativas y acumulativas.
3. Acciones preferentes amortizables
4. Acciones preferentes convertibles

1. Acciones preferentes no participantes y participantes. Las acciones preferentes no participantes son aquellas que en los términos de la emisión perciben un dividendo preferente, exclusivamente. En el caso de decretarse otro divi dendo, sin importar la cantidad, será para las acciones -- comunes.

Por lo que respecta a las preferentes participantes, son - las que además de recibir el dividendo pre-establecido par

ticipan con las comunes del remanente establecido como dividendo. Existen diversas maneras de hacer esta participación, pero en todos los casos, si la acción preferente percibe un dividendo mayor a lo establecido en -- los estatutos, debe considerarse como una acción participante.

2. Acciones preferentes no acumulativas y acumulativas. Cuando en los estatutos como en la acción misma se especifica que en el caso de que los fondos generados por -- la empresa en un ejercicio resulten insuficientes para cubrir parte ó todo el dividendo preferente, se considera que la empresa no tiene obligación alguna para completarlo o cubrirlo en los ejercicios subsiguientes, -- por consiguiente se debe de dar por perdido. Las acciones se denomina "no acumulativas".

Por contra, aquellas acciones preferentes en las que no se cubre el dividendo a que tiene derecho en un año o -- varios y se les acumulan hasta cubrirlos totalmente, se denominan "acumulativas".

Cuando se presenta esta situación se crea una obliga--- ción a cubrir, por lo que constituye en cargo contra uti-- lidades futuras, observando que tienen preferencia sobre cualquier dividendo que se decretase para las comunes, -- esto es, que las acciones comunes no tienen ningún derecho a percibir dividendo alguno mientras se les adeude -- algo a este tipo de acciones.

3. Acciones preferentes amortizables. Este tipo de --- acciones se da cuando se plasma en el acta constitutiva --

que las acciones preferentes serán amortizadas en los términos que la misma acta estipule. Dado que el derecho de amortizar es aplicado por la empresa los accionistas no pueden forzarlo ni rechazarlo.

4, Acciones preferentes convertibles. Son aquellas -- que inicialmente se emiten como preferentes, pero con opción a ser canjeables por otro valor emitido por la misma empresa, después de transcurrido un período determinado de tiempo. En la acción se estipula el lapso -- dentro del cual son convertibles. Por lo regular esta conversión es a acciones comunes.

#### III.5.4.4 ATENDIENDO A SU FORMA DE PAGO.

Desde este punto de vista se clasifican en liberadas y pagadoras.

Las acciones liberadas son las íntegramente suscritas y exhibidas en tanto las pagadoras o parcialmente pagadas se encuentran totalmente suscritas, pero parcialmente exhibidas. A las empresas no se les permita, por Ley, vender sus acciones abajo de su valor nominal; sin embargo, lo pueden hacer en abonos, haciendo pagos parciales hasta cubrirla. Además siempre serán nominativas.

**C A P I T U L O   I V**

**EL MERCADO DE VALORES 1979 A 1981**

## CAPITULO IV

### EL MERCADO DE VALORES 1979-1981

#### GENERALIDADES:

Antes de entrar al principal factor de este capítulo, - es conveniente hacer una mención en cuanto al carácter de el mercado de valores y su estrecha relación con la economía nacional, ya que éste se estructura en base a la política económica de nuestro país. El mercado de - valores puede significar en cierto momento al término -- tro que nos muestre el desarrollo o crisis de la actividad económica; en este sentido existen indicadores con los cuales nos valdremos para seguir el trayecto del -- mercado de valores en el período a estudiar. Pero tam-- bién es evidente, y no podemos dejar de reconocer que - la economía mexicana siendo tan pequeña' Está sujeta a lo que ocurre en el ámbito internacional en casi todos sus aspectos; en cuanto a tasas de interés, crecimiento económico, inflación, desempleo, importaciones, inver-- sión en general, nuestra economía esta ligada a la eco-- nomía internacional en particular a la de los Estados - Unidos por eso es muy importante analizar las tenden-- cias en los principales países industrializados, parti-- cularmente en Estados Unidos, para medir cuales, serán las consecuencias de ese comportamiento sobre nuestra - economía.

Por tal motivo primero, analizaré a la economía interna-- cional y en especial a las economías de los países en - desarrollo y a la economía de Estados Unidos; en segun-- do a la economía de México y su relación con el mercado

de valores y al aspecto concreto de éste en el período a estudiar.

#### IV. 1. PAISES EN DESARROLLO Y SU ECONOMIA.

En la mayoría de los países en desarrollo, su economía esta basada a la Política internacional de los países desarrollados, en este momento todos ellos están inmersos en las políticas monetaristas de la economía - de los Estados Unidos que lejos de ayudar al despegue - de estos países los envuelve en patrones sociales de -- subdesarrollo; veremos la economía de los Estados Uni-- dos, ahora explicare las repercusiones que ha tenido en los países en el marco mundial de la crisis, y darnos - una mejor idea de algunos problemas que afectan a nues-- tro país y por consecuencia al mercado de valores.

El considerable interés por los problemas de la deuda - externa de los países en desarrollo, ha sido avivado -- por el creciente número de países que confrontan proble-- mas con el servicio de la deuda externa. Ha habido que tratar estos problemas mediante la imposición de res--- tricciones, una reducción del gasto interno e importa-- ciones, una acumulación de atrasos, o frecuentemente, - con la reprogramación de la deuda. "Por ejemplo, nueve países miembros del Fondo Monetario Internacional bus-- caron alivio de su deuda durante 1981 dentro del marco de los "clubes de acreedores", el mayor número en cual-- quier año desde la iniciación de los ejercicios multila-- terales de alivio de la deuda en 1956. (Estos "clubes"

son foros informales en los cuales hay representantes oficiales de los países acreedores, y ofrecen el marco para la renegociación de deudas oficiales o deudas que tengan garantía oficial). Además, ya fuera del amparo de los clubes de acreedores, los países han negociado nuevamente los pagos del servicio de su deuda con bancos comerciales. En todos los casos, en el momento de la renegociación multilateral, el país deudor afectado adoptó un programa de ajuste respaldado por un acuerdo para el uso de recursos del Fondo en los tramos superiores de crédito" (1)

El reconocimiento de que en varios países los problemas del servicio de la deuda pueden ser manifestación de -- problemas estructurales profundamente arraigados, ha -- creado incertidumbre en cuanto a la capacidad estimada de muchos países deudores para atender el servicio de -- sus obligaciones de deuda ya existente, así como tam-- bién acerca de su capacidad para contraer mayores deudas. Las preocupaciones principales se refieren a su misma -- magnitud -- que hoy es de más de quinientos mil millones de dólares -- y al rápido crecimiento del valor de la deu da así como también de las obligaciones del servicio de la misma durante el pasado decenio.

El reciente y significativo desplazamiento hacia un mon to creciente de empréstitos de la comunidad bancaria --

(1) Baharam Nowzaad, "La deuda en los Países en Desarrollo. Algunas cuestiones para los años 1980"; Finanzas y Desarrollo Marzo 1982, Vol. 19/No.1 p.p. 13.

internacional a tasas de interés flotantes, que quedan ligadas automáticamente a las tasas del mercado, ha -- aumentado los costos del servicio de la deuda. Esto ha hecho también que muchos países en desarrollo prestata- rios hayan sufrido en pleno impacto de tasas de interés altas y variables. (Pero como era de esperarse, los -- países de bajos ingresos con su elevada proporción de - financiamiento concesionario, experimentaron un incre- mento menor de sus cargos por intereses.)

En 1980 y 1981, la persistencia de tasas de interés muy altos y fluctuantes (tanto en términos reales como nomi- nales) fue una fuente particular de incertidumbre y de inquietud. Estas tasas reflejaban la interacción de -- políticas monetarias restrictivas en varios países in- dustriales con efectos sobre las tasas del mercado debi- dos al impulso de la inflación en curso. Esta combina- ción de factores vino a crear un empobrecimiento del po- der adquisitivo internacional en la mayoría de los paí- ses deudores netos. Los países en desarrollo no petro- leros se vieron ante un problema particularmente grave puesto que la repercusión de las altas tasas de interés se estaba sintiendo en un momento en que su poder adqui- sitivo internacional estaba ya erosionado por un dete- rioro en sus términos de intercambio, con otras alzas - más en los precios del petróleo y de otras importaciones ocurridas en 1980-81, por la debilidad de los mercados - para sus exportaciones, por las crecientes presiones -- proteccionistas en el exterior y por un lento crecimen- to de los flujos de ayuda.

"Para 1981, las necesidades de financiamiento de los --

países en desarrollo no petroleros están estimadas alrededor de Us \$ 15.000 millones más que en 1980. Estas necesidades han seguido satisfaciéndose por empréstitos a corto plazo, por la cesación en la acumulación de reservas y acudiendo a empréstitos para aumentar las reservas. Aunque está comprobado un desplazamiento hacia un mayor financiamiento a largo plazo, las actuales condiciones de inestabilidad en los mercados financieros internacionales y las altas tasas de interés pueden desanimar en la mayoría de los países esa evolución." (2)

Hace dos años se había presentado una inquietud general en cuanto a que las instituciones financieras privadas no iban a poder encauzar fondos hacia los países deficitarios en volumen suficiente para cubrir sus necesidades esperadas. Hasta ahora, parece que estas inquietudes no han resultado bien fundadas, en parte porque en 1980-81 se ha recurrido menos que en 1979 a las instituciones financieras privadas para financiamiento a más largo plazo. Sin embargo, pensando con anticipación, queda el peligro de que ciertos grupos de países en desarrollo no petroleros no puedan continuar obteniendo fondos, en las cuantías que necesitan en los mercados internacionales de capital, especialmente a plazos más largos.

#### IV.1.1 LA TASA DE INTERES

Entre los principales problemas que confrontan los países en desarrollo, está la interacción entre la infla--

---

(2) Idem p.p. 15

ción y las tasas de interés sobre el servicio de la deuda y que ha recibido especial atención. La inflación y las modificaciones de la política monetaria en los países industrializados han producido ultimamente alzas en las tasas de interés en los mercados internacionales de capital hasta niveles históricamente altos.

"Durante el primer semestre de 1981, el LIBOR (London - interbank offered rate) fue en promedio cercana al 17 por ciento, en comparación con un menos del 7 por ciento en 1974". (3)

Con el advenimiento de los préstamos a tasa de interés variable, y con la creciente importancia de los flujos financieros de los bancos comerciales, los movimientos de la tasa de interés han adquirido mayor significación, sobre todo por la posición externa de muchos países en desarrollo.

Para fines de 1980, 27 de los principales exportadores de manufacturas y exportadores netos de petróleo tenían un 52 por ciento (estimado) de su deuda pública externa con instituciones financieras y privadas, comparado con solo un 8 por ciento para países de bajos ingresos. No todos los préstamos procedentes de instituciones financieras se contratan con tasas de interés variables, pero estos datos ofrecen una cruda aproximación de la participación relativa. Si bien es pequeño el número de países afectados, estos países representaron en 1980 --

(3) Subrata Ghatak, "Monetary Economics in Developing -- Countries"; St. Martin's Press, N.Y.E.U. p.p. 54 New York, E.E.U.U. 1981.

cerca del 78 por ciento de la deuda pública total de -- dos países en desarrollo no petroleros y una proporción un tanto mayor de la deuda pública vigente en institu-- ciones financieras. Toda declinación en las tasas nomi-- nales de interés en los principales mercados financie-- ros se reflejaría muy rápidamente en el valor nominal -- de los pagos de intereses sobre la deuda externa hechos por países en desarrollo que dependan fuertemente del -- financiamiento del mercado.

Pero cualquier declinación sería de corta duración sino se moderaran la inflación y las expectativas inflaciona-- rias en los países industrializados. Parece haber sólí-- das perspectivas de que las tasas reales de interés va-- yan a permanecer bien por encima de los niveles bajos o negativos predominantes en los años de 1970. Esto im-- plica que el endeudamiento externo seguirá siendo más -- costoso en términos reales de lo que ha sido durante mu-- chos años y pone de presente la necesidad de medidas -- prudentes de ajuste en muchos de los países que reciben préstamos.

Una de las mayores fuerzas que impulsaron el alza de -- las tasas de interés durante la década de los 70, fue -- la creciente tasa de inflación. \* Dicho brevemente, -- con préstamos con tasas de interés fijas, la inflación

\* Los efectos de la inflación y de las tasas de interés en ascenso han sido estudiados por G. Russel Kin caid "La inflación y deuda externa en países en desarrollo" Finanzas y desarrollo, diciembre de 1981.

transfiere recursos reales del acreedor al deudor (y rebaja los indicadores del servicio de la deuda); en cambio con préstamos a tasas de interés variable, tasas de interés más altas en las cuales está incorporada una prima de inflación, compensan el deterioro del valor real del préstamo (aumentando los indicadores del servicio de la deuda).

En esta última circunstancia, el préstamo se amortiza a una tasa más rápida en términos reales de la que esperaba originalmente. En consecuencia, un país necesitaría a corto plazo empréstitos mucho mayores para mantener la misma transferencia neta de recursos reales (o sea, los desembolsos del préstamo menos los pagos del servicio de la deuda). Así se introduce entonces un nuevo problema en la gestión de la deuda y aumenta la vulnerabilidad de un país a los trastornos en los mercados de capital o a las fluctuaciones de las exportaciones a corto plazo lo cual hace que sea más importante conservar la confianza del acreedor.

"Las soluciones a estos problemas se pueden incorporar ampliamente en tres tipos de corrección - financiera, de vencimientos y de precios. Naturalmente que estas soluciones se tendrán que introducir en forma simétrica en los pasivos y activos de los bancos comerciales con el fin de evitar un empeoramiento del riesgo de transformación de los vencimientos inherentes a la intermediación financiera".-

(4) La corrección financiera ajustaría los pagos de amortización por un índice de tasa de interés. Esta técnica,

que ha sido empleada en algunos países con alta inflación o de la política monetaria. De hecho, durante períodos de altas tasas reales de interés, el prestamista se vería compensado en exceso a medida que el índice de las tasas de interés dejara atrás la inflación.

Si bien el mecanismo preciso puede ser diferente, el principio en que se fundan los planes de corrección con los vencimientos es el mismo en modificar el plan de amortización para neutralizar la tasa de amortización más rápida. Así pues, en efecto, tanto la tasa de interés como el plan de amortización serían variables quedando sin modificación el vencimiento final únicamente. Si bien esta técnica neutralizaría el impacto de la inflación en la mayoría, aunque no en todas las situaciones también aumentaría la labor contable y complicaría más el análisis de las perspectivas de la deuda de un país.

La corrección del precio de los pagos de amortizaciones, combinada con tasas de interés reales constantes o flotantes, eliminaría el problema de la amortización más rápida y ha sido utilizada en algunos países que experimentan inflación y tasas de interés elevadas. Sin embargo, hay muchos aspectos técnicos que requieren solución antes de que este plan se pueda extender a los mercados internacionales de capital. Estos aspectos tienen relación con el índice apropiado (ya sea el de precios al consumidor, al por mayor, de exportación o de importación), la tasa apropiada al interés real y el tiempo. Incluso con corrección de precios, lo cual reduciría la

incertidumbre asociada con la carga real de la deuda, seguirían siendo difíciles de predecir las necesidades de préstamos nominales y ello sería una fuente potencial de problemas de administración de la deuda.

Todas estas propuestas todavía tienen deficiencias técnicas; carecen de apoyo generalizado y dejan intacta la incertidumbre causada por la inflación y los movimientos de la tasa de interés asociados con el servicio de la deuda real o nominal y con las necesidades de préstamos. Esta incertidumbre no puede ser eliminada por estos diversos planes, aunque los riesgos sí pueden cambiarse porque la incertidumbre es inherente al ambiente económico internacional actual. Sólo medidas políticas que logren reducir tanto el nivel como la variabilidad de la inflación y las tasas de interés, puede minorar el carácter impredecible asociado con el crédito y el endeudamiento internacional.

Los planteamientos vistos en este inciso no agotan de manera alguna los aspectos relevantes con respecto a los problemas de la deuda de países en desarrollo durante la década de los 80.

Sirven únicamente para resaltar la conclusión más general de este inciso, que, por varias razones, la deuda se ha convertido en un aspecto importante y de que hay necesidad de una vigilancia continua en los años que vienen, especialmente porque los problemas de la deuda podrían tener implicaciones más amplias. Más aún, también hay necesidad de revisar y adaptar los mecanismos y procedimientos existentes para el acceso a una transferencia ordenada de

recursos, de manera que se pueda asegurar que los problemas particulares de la deuda no amenacen todo el sistema monetario internacional.

#### IV. 2 LA INFLUENCIA DE E.U. (RECESION, TASAS DE INTERES E INVERSION)

Durante mucho tiempo se habló de una inminente recesión en los Estados Unidos, cosa que no se producía, pero que sin embargo diariamente los indicadores mostraban que no se iba a evitar dicha recesión, pues existían numerosos indicios que indicaban que la misma prácticamente ya estaba a la vista; la causa en primer lugar, es la política monetaria impuesta en Estados Unidos, que es sumamente restrictiva y que ha llevado las tasas de interés a niveles muy altos, lo que desalienta la inversión en una nueva planta, por ejemplo, porque el crédito es muy costoso y resulta difícil encontrar proyectos que rindan lo suficiente como para pagar una tasa de interés (PRIMERA-TE) que para las mejores empresas de Estados Unidos es de 1% y que para la gran mayoría es dos, tres o cuatro arriba de esta cifra. Teniendo en cuenta que la inflación fluctúa entre diez y doce por ciento, esta tasa de interés fue restrictiva pues redujo el interés o el atractivo por invertir en oro; así mismo hizo muy costoso y desalentó la acumulación de inventarios, porque éstos tienen un costo elevado que fue del 20% anual; obviamente que esto representó un obstáculo muy importante para la formación de inventarios; también la alta tasa de interés hace que el ahorro resulte más atractivo, por lo que, el inversionista, ante la alternativa de invertir

en un programa de riesgo o depositar su dinero en una -- institución bancaria que le va a dar un elevado interés sin mayores problemas, se inclina por el ahorro en detrimento de la inversión. Con respecto a la actividad de - tipo financiero tuvimos bastantes elementos que indican que la reflexión es correcta por otra parte, los gobiernos no solamente de Estados Unidos sino también en otros países, tomaron medidas para frenar la inflación, las -- que son llamativas que inducen a la reflexión: por ejemplo, en Estados Unidos se redujeron algunos programas de gastos, lo que meró el déficit del sector público y que, por lo tanto, el otorgamiento de recursos por parte del gobierno fue menor, lo que provocó una situación recesiva. Con relación al momento en que se produjo la recesión en Estados Unidos, que es el país que mas nos influye, en el primer trimestre tuvo una tasa de crecimiento más o menos satisfactoria entre 1 y 2% pero para el segundo semestre la economía de Estados Unidos disminuyó - en terminos reales alrededor de 2%; sin embargo, para fines de año, se pronosticaba que la economía estaría de nuevo en expansión, la que se pensaba se mantendría en 1981 y 1982. Pero vimos que, en primer lugar, en 1980 - se produjo una baja global de alrededor de menos de 1% esto es significativo pues hay que recordar que México quería crecer al 8% ese año, por lo cual esa disminución de 1% fué una situación completamente diferente, lo que implicó algunos problemas. "Para 1981 ya le queda un crecimiento promedio de alrededor de 3% y para 1982 quizá - de entre 3 y 4%; es decir, se espera que la recesión sea breve, no muy profunda e inmediatamente en los dos años siguientes la economía de Estados Unidos pueden entrar -

en una etapa inflacionaria" (5).

Otra referencia muy importante es que las tasas de interés (PRIMER RATE) que estuvieron considerablemente alto en 1980, ya que llegaron a niveles de 20 y 21%; llegaron a bajar a niveles de 17.5% pero en el final del año volvieron a llegar a niveles del 20%, esto aumentó más la desconfianza de los inversionistas estadounidenses ya que no existía fuentes de financiamiento al interior de las medianas y pequeñas industrias y muchas de ellas fueron cerradas llegando a aumentar el desempleo de ese país.

#### IV.2.1 LA INFLACION EN ESTADOS UNIDOS

Por lo que toca a la inflación, que también influye a través de las importaciones, se dio que los precios al consumidor en E.U. crecieron entre un 13 y 14% en 1980, lo cual es una cifra bastante alta, al grado de que paso a ser la lucha contra la inflación el objetivo número uno de la política gubernamental norteamericana, ocupando el segundo lugar el desempleo; y que sin embargo éste registraba índices alarmantes en 1981.

"La economía de Estados Unidos se está deslizando hacia lo que puede ser la peor recesión del período de la posguerra. El desempleo en septiembre ascendió a un índice

(5) Gouberg Jaukin, Eugen, "La Banca Internacional" Ejecutivos de Finanzas No. 13. 1981 p.p. 2.

de 8 por ciento de la fuerza laboral, y es muy probable que siga subiendo ya muy entrado el año de 1982. Dado que apenas se ha iniciado la parte más pronunciada del deslizamiento, es concebible que el porcentaje de desocupados llegue a 10 por ciento, antes de que termine la recesión.

Al parecer, lo peor está por delante. El producto nacional bruto, ajustado a la inflación, declinó a un ritmo anual promedio de uno por ciento durante el segundo y tercer trimestre de este año, pero el secretario del Tesoro Donald T. Regan, dice, espera que el ritmo de declinación alcance entre un 3 y 3.5 por ciento en el cuarto trimestre" (6)

Sin embargo, los votantes estaban más preocupados por la solución de sus problemas de poder de compra que por la eventualidad, del desempleo. Esto se debió a que el poder de compra disminuido afectaba a los doscientos millones de habitantes y el desempleo afectaba sólo a cinco o seis millones y por lo tanto combatir la inflación tenía más prioridad. En materia de inflación existe una mejoría porque al entrar la economía en recesión los precios pierden impulso. La inflación en 1980 fue menor -- que en 1981 que llegó a niveles del 8%, manteniéndose a niveles altos.

Algunos pronósticos anticipaban una inflación de seis o siete por ciento en 1982.. Todo esto, como trataré de --

(6) Periódico "Excelsior". Sección Financiera  
Noviembre 13, 1981. p.p. 2

demostrarlo más adelante, tiene mucha influencia sobre la economía mexicana. Por otro lado, México presentaba una tendencia inflacionaria prácticamente estable o con ligera inclinación a crecer.

Mientras que en el extranjero, en especial en Estados Unidos, se tomaban medidas muy serias para reducir el problema inflacionario, la tasa de desempleo, que en 1980 era un poco superior al 6%, llegó a niveles del 8.0% en el tercer trimestre de 1981, situación que se mantuvo en niveles altos durante todo 1981, a pesar de la recuperación de la economía.

#### IV.3 LA ECONOMIA DE MEXICO Y EL MERCADO DE VALORES

Todo lo anterior sirve para ubicar y entender el contexto internacional en el que se desenvuelve la economía mexicana en la actualidad; el que podría ser resumido de la siguiente manera: menor crecimiento económico y mayor inflación y desempleo. Esto produjo una menor demanda de los productos que México exporta, pues a pesar de que se libera un poco el precio de las exportaciones mexicanas de manufacturas, éstas promedio de 3%, empezaron a crecer por arriba de 10% con lo cual la economía mexicana se enfrentó a una de sus peores enemigos: la inflación, la que empezó a enturbiar las perspectivas de los negocios y la inversión comenzó a descender. Al bajar el ritmo de inversión, la economía empezó a crecer a un ritmo más lento a partir de 1974, tendencia que se acentuó al año siguiente al grado que ya en 1976 caímos en una franca recesión de la cual no salimos en 1977, situa

ción que se empezó a superar durante 1978 y 79. Para 1980 hubo un crecimiento considerable de la economía, aplicando de nueva cuenta una política del gasto público para estimular la economía. De cualquier forma, en 1980, se produjo un fuerte crecimiento en la economía, que fue de 7%, lo cual fue una de las tasas más altas -- sobre todo si se considera que en los dos años anteriores se produjo un fuerte crecimiento, particularmente -- en 1979 cuando dicho crecimiento fue de casi 8%.

La inflación tuvo una tasa del 15% en los primeros meses del año; en marzo no subieron los precios, pero ya se -- había producido una inflación de 15%. La cifra final -- del año fue de 29% de inflación, cifra considerablemente alta si se toma en cuenta que el poder adquisitivo, en -- este caso representado por el índice de los salarios mínimos urbanos, que ha crecido en términos nominales de -- manera notable, pero que en términos reales prácticamente se encuentran al mismo nivel en que estaban hace diez años; no creció en la misma proporción que los precios, -- lo cual representaba un desequilibrio en las economías -- familiares.

Esto podría tomarlo como una evaluación de la política -- expansionista que produce altibajos en la actividad económica y que erosiona el poder de compra de la población, que hace que las expectativas para la inversión sean inciertas y que con todos estos factores y por muchos --- otros más, la inflación dolarización de la captación, -- hasta el tercer trimestre de este año, se captó en moneda extranjera \$9.1% más con respecto a todo el año de -- 1980.

El total de las exportaciones presenta una baja constante y mayor que la de las importaciones. El sector turismo tiene problemas al aumentar en forma constante sus egresos y disminuyendo sus ingresos.

Por lo anterior la situación del país no resulta ser tan halagüeña como para afirmar que se encuentra en una "fortaleza económica" que permita realizar gastos exagerados por parte del gobierno, sino por el contrario necesita un importante ajuste de sus gastos. (7)

#### IV.3.1 EL FINANCIAMIENTO DEL GASTO PÚBLICO

Sin embargo, los ingresos del erario público no crecieron en la misma proporción, pues a pesar de que también han aumentado, no lo hicieron al mismo ritmo al que crecieron los gastos, como resultado de lo cual se ha producido un déficit creciente en el sector público, lo que significó, por ejemplo, que en 1980, de los recursos financieros disponibles, se paralizaran alrededor de doscientos veinticinco mil millones de pesos, para financiarlo. Esto incluye tanto financiamientos externos como internos. Este es uno de los aspectos que empiezan ya a mostrar algunos inconvenientes de esta política, porque en la medida en que el déficit crece, la necesidad de recursos financieros para cubrir ese déficit también aumenta y por lo tanto disminuye la disponibilidad de fondos

(7) Periódico "El Financiero". Noviembre 9, 1981. p.p. 1

para el resto de los sectores de la economía. Hay que considerar, además que el gobierno tiene autoridad para buscar la cantidad de recursos financieros necesarios para cubrir su gasto. Una forma de cubrir el déficit del sector público es aumentando el encaje a la banca, porque, de cualquier forma esos recursos son recursos propios de la economía, que ya están dentro de la economía y lo único que hace el gobierno tomarlos para sí y pagar con ellos los gastos que no puede pagar con sus ingresos propios. Por supuesto que para la Banca ese encaje tiene un rendimiento; sin embargo, es un rendimiento mucho menor a la parte de interés que el banco le corresponde, pues la Banca pone a sus clientes, por lo que aquí habría un subsidio del resto de la economía al sector público.

Hay que considerar además que el tanto por ciento restante, al préstamo al sector público, hay créditos para pequeños productores agropecuarios, para viviendas de interés social, para la industria mediana y pequeña y otros que se conceden a casos preferenciales por ser actividades consideradas prioritarias. De esta forma, el margen de recursos que la banca puede prestar con libertad que da sumamente reducido y por lo tanto las tasas de interés de estos préstamos tienen a ser mayores; logrando con esto un desajuste en la economía, ya que al no tener fuentes de financiamiento debido a que las tasas de interés son muy altas, varias empresas de la economía básica, esto se vió claramente con las empresas inscritas en el Mercado de Valores, recurrieron a financiamientos externos lo que aceleró el aumento de la deuda externa de las empresas.

En suma, con relación a los aspectos financieros que he mencionado, el financiamiento del gobierno tiene una -- tendencia creciente a extraer recursos de otros secto-- res de la economía para cubrir un gasto público que no alcanza a ser pagado por los bienes propios del sector público, como consecuencia de lo cual se produce un aumento del medio circulante superior a lo recomendable -- para controlar la presión inflacionaria.

El componente básico del aumento de dinero en circula-- ción fue el crédito del gobierno, crédito del banco cen-- tral del gobierno, por lo cual el multiplicador en rea-- lidad sirvió para compras extras de esa tendencia expan-- siva como vimos, el crecimiento del gasto, la expansión del gasto, es una expansión del dinero, y por consiguien-- te de los precios. Por eso digo que la política expansi-- va o expansionista en realidad obliga a la economía a -- crecer a través de medidas no completamente adecuadas.-- Esta expansión del dinero en circulación tiene sus efec-- tos, como todos los arreglos sobre límites de precios. -- Esto indica que hay un crecimiento de la demanda, lo que significa que se dispone de recursos ciertos para deman-- dar toda clase de bienes lo que, obviamente, se traduce en un aumento de precios, y por lo tanto la relación au-- menta considerablemente. Si como vemos la volarización aumenta a medida que aumenta a la devaluación de la mone-- da; en esa misma medida la inversión en el mercado de va-- lores baja, debido fundamentalmente a que, los ahorrado-- res-inversionistas encuentran desconfianza en las empre-- sas, ya que, muchas de ellas tienen demasiados pasivos -- en dólares y eso es un obstáculo para el invertir de --- ellas. Lo cual hace que el mercado de valores baje de --

gran nivel, y la gente prefiera invertir en compra-venta de dólares aumentando la especulación y la inflación.

#### IV.3.2 LA VALUACION DE LA MONEDA Y LA DOLARIZACION

Una tasa de inflación alta como la que habríamos visto también produce un distanciamiento entre los niveles de precio en México y en el extranjero, lo que significa - que se va abriendo una brecha entre el nivel de precios de México y el de Estados Unidos como resultado de una inflación más alta en nuestro país, lo que alguna medida llega a traducirse en una sobrevaluación del tipo - de cambio.

Con respecto a esto último, la política inflacionaria - llevó a una sobrevaluación del peso: ocho centavos de - dólar por peso era darle a nuestra moneda un valor efec - tivo, por lo que vivía estaba sobrevaluada. La devaluación de 1976 la llevó a una situación de subvaluación.- Y que poco a poco perdimos ese margen de subvaluación.- y que en 1980 y 1981 estábamos sobrevaluados, sobrava - luación que se incrementó en el transcurso del año y por lo tanto alimentándose las expectativas de un ajuste -- para mantener la competitividad de las exportaciones, - del turismo, como así también para hacer más competi - vos nuestros productos frente a las importaciones. Esta sobrevaluación del peso también se traduce en que el -- ahorrista prefiere depositar sus ahorros en moneda ex - tranjera.

Así como en los primeros años del decenio pasado no ha-

bía prácticamente depósitos en dólares porque no había temores de devaluación, 1976 fue el año crítico, porque los depósitos en dólares significaron 165% de la captación total, debido a una importante reducción de los depósitos en pesos, pues nadie quería poner su patrimonio en una moneda que estaba depreciándose a pasos agigantados. A esto se debió que la mayor parte de los pocos recursos que captó el sistema en ese año fuera en moneda extranjera.

Una vez hecho el ajuste en el tipo de cambio y estabilizada la tendencia inflacionaria, inclusive disminuida, empezó a diluirse la dolarización, que si bien en 1977 fue importante, en 1978 prácticamente se desvaneció. -- Sin embargo, la creciente inflación en México vuelve a alentar a la dolarización a lo que se suman las tasas de interés creciente de los mercados internacionales a los cuales están ligadas las tasas que se ofrecen en pesos. Por otro lado deslizando ya en alguna la tasa de interés de dólares que se paga en México, de la tasa de interés en el mercado de dólares, que es la que se venía tomando como indicador. La dolarización es un fenómeno negativo ya que un alto porcentaje de los recursos se captó en dólares, lo que trae como consecuencia una aceleración de la inflación. En esta concepción -- simple la capacidad adquisitiva de la moneda se encuentra dependiendo de la masa de dinero.

La mayor o menor cantidad de dinero aparece como el agente único responsable de las variaciones de los precios y del propio valor de compra de ese dinero.

Por ejemplo, si la masa de dinero que se encuentra en circulación es duplicada, la unidad monetaria en circulación perderá su antiguo poder adquisitivo, reduciendo se, posiblemente a la mitad, mientras los precios se elevan en ciento por ciento. En caso contrario, el fenómeno sería inverso, ya que una reducción del circulante, significaría baja de precios y aumento del poder adquisitivo de la moneda.

El aumento exagerado de la masa de dinero produce la devaluación de la moneda circulante, a través de incrementos en la demanda que empujan los precios hacia arriba. En otras palabras: a más dinero, más ingresos monetarios. A más ingreso más demanda. Una mayor demanda sobre una oferta dada conduce a la subida de los precios. A su vez, la subida de los precios, trae consigo la devaluación, por cuanto se necesitarán más signos monetarios para comprar las mismas mercancías que antes se adquirirían con cantidades menores de dinero.

"La incertidumbre en la pérdida de valor del peso mexicano y las constantes minidevaluaciones que ha venido sufriendo, ha hecho que el público tenga cierta preferencia a las operaciones bancarias en moneda extranjera. Esto es, la mayoría de los recursos con que cuenta es convertido en dólares aunque el pago por concepto de intereses sea menor, que el que se otorga en moneda nacional.

La dolarización que se presenta en la Banca Privada y Mixta es evidente; ya que, Banamex señaló que de diciembre de 1980 a Septiembre de 1981 la captación de la Ban

ca Privada y Mixta fue de 214.340 millones de pesos y -- 3,503 millones de dólares. En el mismo período de 1980, la captación de la Banca Privada y Mixta fue de ----- 142,430 millones de pesos y 846 millones de dólares.

Pero no sólo en lo captado se ha presentado este fenómeno, sino también en el financiamiento. Ya que, entre -- Diciembre de 1980 y Septiembre de 1981 se financiaron -- 122,227 millones de pesos y 839 millones de dólares. -- Mientras tanto, en el mismo período de 1980 el financiamiento de la Banca Privada y Mixta fue de 82,283 millones de pesos y 163 millones de dólares. Banamex indicó que de Julio a Septiembre de 1981 han tenido lugar las mayores tasas de crecimiento real de financiamiento desde -- Diciembre de 1979. Y ese crecimiento tuvo lugar a pesar de que en Agosto de 1981 el sistema bancario destinó 10 mil millones de pesos para la adquisición temporal de -- Certificados de la Tesorería de la Federación (Cetes).

El fenómeno de dolarización no es nada benéfico para el - país, puesto que todos aquellos recursos captados en Moneda Extranjera, tienen una tasa de encaje legal mayor - que la que se aplica en Moneda Nacional. Con esto se -- dispone con menos recursos de financiamiento frenando las inversiones, la producción, etc. lo que implica un freno a la economía con sus respectivas consecuencias". (8)

Resumiendo, los aspectos financieros que he tocado, el - financiamiento del gobierno tiene una tendencia crecien-

(8) Periódico "El Financiero" Nov. 11, 1981, p.p. 344

te a extraer recursos de otros sectores de la economía - para cubrir un gasto público que no alcanza a ser pagado por bienes propios del sector público, como consecuencia de lo cual se produce un aumento de la masa circulante - superior a lo previsto para controlar la inflación.

Esto, en breves palabras, es una insuficiencia de crédito, una insuficiencia de recursos financieros para la inversión, para la producción para la actividad económica en general, lo que puede significar no solamente para -- 1980 y 1981, sino para otros años uno de los cuellos de botella más importantes para el crecimiento de la economía.

Y todos estos elementos afectaron al mercado de Valores, como, a continuación veremos.

#### IV.4 EL MERCADO DE VALORES Y SU COMPORTAMIENTO EN RELACION A LA ECONOMIA DEL PAIS.

##### IV.4.1 EL EXITO DE LA BOLSA DE VALORES EN 1979 Y SU DECLINACION.

Desde el momento que la inflación se desencadenó en el país a mediados de la década de los años setentas, la remuneración a ahorro ha sido inferior al deterioro que sufre el dinero por su pérdida de poder adquisitivo de tal manera que la formación de ahorros está siendo desalentada y, en cambio, se ha impulsado la propensión al consumo.

Los particulares que a pesar de todo buscan ahorrar de--

searían hacerlo sobre mecanismos de escaso o nulo riesgo, de rendimiento seguro y superior a la tasa de inflación.- Durante años el ahorrador promedio encontró como causa -- normal de sus ahorros el depósito bancario y la compra de valores de renta fija, pero éstos cada vez le son menos -- atractivos; en ese tiempo no se veía claro el porvenir de los ahorros destinados a la compra de valores inmuebles y por ello, en 1979, el ahorro se volcó a la adquisición de papeles de vista variable en la Bolsa de Valores.

El éxito de la Bolsa de Valores a principios de 1979 no -- se debió nada más a que el ahorrador encontró limitadas -- sus posibilidades en otro tipo de captación, sino en muy buena medida porque el mercado bursátil fue más operativo, controlado, seguro y profesional a partir de la expedición de la Ley del Mercado de Valores en 1975.

"La función principal de la Bolsa es servir como medio -- de financiamiento y de inversión de empresas y personas, -- promoviendo el encuentro de oferentes y demandantes de va -- lores y fungiendo como catalizador para que los valores -- tanto de renta fija como de renta variable adquieran el -- valor real que les corresponde en el mercado. Esto es bá -- sicamente el guión angular de la Ley, seguida con una se -- rie de reglas y artículos para el buen funcionamiento de los valores de México, así como al generar un mayor dina -- mismo en las funciones y actividades de la Comisión Nacio -- nal de Valores". (9)

(9) Hernández Ramírez, Roberto, "Valores y Mercado de Va -- lores" -- Revista Ejecutivos de Finanzas, publicada por el Ins -- tituto Mexicano de Ejecutivos de Finanzas, A.C. Méxi -- co, D.F. año VIII No.5 Mayo, 1979 p.p. 7.

Desgraciadamente la gran expansión de la demanda infló - inmoderadamente las cotizaciones de los valores en Bolsa, que no podían sostenerse por mucho tiempo y tuvieron que caer, con el consiguiente desaliento de los que, con escasos conocimientos y experiencia, habrían comprado a -- precios altos en el momento de la euforia.

Como consecuencia la inversión se volvió más selectiva y en tanto que unas cuantas acciones conservaban sus niveles de precios, muchas otras disminuían en forma considerable los suyos, a medida que se iban publicando los resultados trimestrales. Así sucedió que empresas sumamente sólidas vieron reducir sus cotizaciones hasta aproximadamente la mitad de las cifras que mostraban en los -- inicios del mes de mayo de 1979. En tanto que en varias de las emisiones nuevas se cayeran sus precios hasta menos de la mitad de sus precios de colocación.

"Hacia el fin de mes de mayo de 1981, o sea, casi dos -- años después del estallido de la "burbuja", el índice -- bursátil se encontraba en un nivel de 1200 puntos, es -- decir, casi un 31% por abajo del que tenía en aquellos -- días de euforia y felicidad". (10)

A pesar de la contracción que siguió después, el balance que arrojó el movimiento bursátil desde la fecha del auge hasta hoy es de un desarrollo joven, como lo constatan los siguientes datos;

(10) Heyman, Timothy y León Arturo  
"La Inversión en México" Edit. Universidad del Valle  
de México, México, 1979. p.p. 29

**OFERTAS PUBLICAS DE ACCIONES (1978 - 1981)**  
**(Millones de Pesos)**

	<u>Ofertas Realizadas</u>	<u>Número de Acciones</u>	<u>Importe a Precio de Colocación</u>
1978	23	107 131 435	5,602.1
1979	33	112 151 249	10,854.0
1980	8	13 067 323	1,642.6
1981 *	3	8 170 000	1,025.3
	<hr/> 67 <hr/>		<hr/> 19,124.0 <hr/>

\* Al 25 de Agosto.

**NOTAS:**

- 1.- No se incluyen las Sociedades de Inversión.
- 2.- Se incluyen las ofertas por sustitución de acciones por canjes o compra-venta recíproca.

**OFERTAS PUBLICAS DE OBLIGACIONES (1978 - 1981)**  
**(Millones de Pesos)**

	<u>Ofertas Realizadas</u>	<u>F O R M A</u>			<u>Importe</u>
		<u>Hip.</u>	<u>Quiroq.</u>	<u>Conv.</u>	
1978	12	3	9	-	\$ 2,760.00
1979	6	2	4	-	1,360.00
1980	3	-	2	1	1,600.00
1981 *	2	-	2	-	800.00
	<u>23</u>				<u>\$ 6,520.00</u>
	****				*****

\* Al 25 de Agosto.

**EMISIONES DE PAPEL COMERCIAL (1980-1981)**  
**(Millones de Pesos)**

	<u>Núm. de Empresas</u>	<u>Monto Autorizado</u>	<u>Monto Emtido</u>	<u>Monto Amortizado</u>	<u>Monto en Circulación</u>
1980	16	1,500.00			
1981					
Ampliaciones		660.00			
Nvas. Empresas	12	1,790.00			
	<u>28</u>	<u>\$ 3,950.0</u>	<u>\$ 8,755.0</u>	<u>\$ 5,285.0</u>	<u>\$ 3,470.0*</u>

\* Al 25 de Agosto.

## EMISIONES DE PETROBONOS (1978 - 1981)

(Millones de Pesos)

	<u>Emisiones Realizadas</u>	<u>Importe</u>
1978	1	\$ 1,000.0
1979	2	7,000.0
1980	1	5,000.0
1981 *	1	5,000.0
	<hr/>	<hr/>
	5	\$ 19,000.0
	<hr/>	<hr/>

\* Al 25 de Agosto

## VOLUMEN DE ACCIONES NEGOCIADAS

<u>PERIODO</u>	<u>TOTAL</u>	<u>INDUSTRIALES, COMER- CIALES Y DE SERVICIOS</u>	<u>BANCARIAS, SEGUOS Y SOC. DE INV.</u>
1978	356'230,176	256'856,946	99'373,230
1979	806'507,596	589'057,903	217'449,693
1980	912'691,940	748'506,061	164'185,879
1981*	778'866,707	639'903,640	138'963,067

\* Cifras hasta el 31 de julio

**IMPORTE DE LAS ACCIONES OPERADAS**

(Millones de Pesos)

<u>PERIODO</u>	<u>TOTAL</u>	<u>INDUSTRIALES, COMER- CIALES Y DE SERVS.</u>	<u>BANCARIAS, SEGUROS FIANZAS Y SOC.DE INV.</u>
1978	30,310.2	24,837.6	5,472.6
1979	93,794.9	75,155.0	18,640.0
1980	74,875.4	63,095.7	11,779.7
1981 *	64,788.9	57,568.3	7,220.6

\* Hasta el 31 de Julio

**IMPORTE DE LAS OPERACIONES CON OBLIGACIONES****(Millones de Pesos)**

<u>PERIODO</u>	<u>OBLIGACIONES INDUSTRIALES</u>
1978	\$ 4,936.8
1979	4,529.3
1980	2,848.1
1981*	2,117.9

\* Hasta el 31 de Julio

Las cifras anteriores nos indican que el mercado accionario mexicano esta lejos de considerarse desarrollado. El financiamiento que obtienen las empresas de él no es, todavía, significativos en relación con aquél que obtienen del sistema bancario. Asimismo, la existencia de grandes operaciones, que pueden influir su movimiento, lo aleja del grado de eficiencia deseado.

#### IV. 4.2 LA OFERTA POTENCIAL DE ACCIONES

La emisión de acciones en México a carecido de importancia como fuente de recursos para financiar la inversión.

Las empresas han crecido fundamentalmente a través de fondos propios y, en menor escala a través del financiamiento bancario. En este apartado intento identificar los problemas fundamentales para el desarrollo del mercado de valores de renta variable por el lado de la oferta. Entre los principales obstáculos podemos enumerar los siguientes:

- a) La magnitud y características de la base industrial del país;
- b) Factores de orden socioeconómico que se traducen en actitudes mentales específicas de los propietarios, grupos de control o administradores de las empresas, y finalmente,
- c) La situación misma del mercado.

Respecto al primer problema, "cremos que la base industrial es amplia y diversificada, con el número suficiente de empresas capaces de ser cotizadas en forma activa en la bolsa de valores. Sin embargo una característica que posee la industria mexicana y que puede inhibir el desarrollo de la inversión, y por consecuencia la emisión de acciones, es la estructura del mercado". (11)

(11) Boletín Mensual. Bolsa Mexicana de Valores.  
Depto. de Análisis, Junio 1980 (Resumen p. 8 a 16)

Es reconocida la interdependencia de los agentes productores en lo tocante a precios y producción en un mercado concentrado: Las actitudes defensivas funcionan como un elemento desalentador de la actividad innovadora, y esta puede debilitarse sobre todo si la disminución de los costos solo es posible con grandes niveles de producción, lo que se asienta en situaciones de crecimiento lento del mercado. Sin embargo las expectativas de un crecimiento acelerado del ingreso, aun en mercados concentrados, pueden conducir a la expansión de la inversión si las empresas no desean perder la parte relativa del mercado. (12) Es probable que este último factor influya en forma positiva para el caso de México y que la oferta potencial de acciones no se vea restringida por el grado de concentración del mercado.

Una característica importante de las empresas mexicanas es su estructura de capital relativamente congruente, lo que hace desaparecer al menos parcialmente el círculo vicioso de los mercados accionarios en los países en desarrollo: la baja relación capital contable/activo fijo impele hacia la emisión de acciones para aumentarla, pero los bajos niveles de la misma hacen muy arriesgada la inversión desde la óptica de la demanda. El valor relativamente bajo de la relación/deuda no hace sino reflejar el grado de apalancamiento de las empresas mexicanas, o visto desde otra óptica, pone en evidencia el

---

(12) Maniatis, G.C.

"Reliability of the equities market to finance industrial development in crece" economic development and cultural change julio, 1971 p.p. 611-612

mecanismo de canalización del crédito a través de las - empresas productoras. (13) Es conveniente tener presente que tales relaciones pueden estar sesgadas al alza - por la inclusión, en la muestra de las empresas medianas y pequeñas que generalmente funcionan con relaciones más elevadas.

Con referencia a los factores psicosocio.lógicos que de - una e otra forma limitan la evolución del mercado de va- lores por el lado de la oferta, podemos aducir la conoci da actitud del empresario mexicano, sobre todo mediano, referente a abrir su empresa por el miedo de perder el -- control de la misma la que considera, y muchas veces maneja como patrimonio familiar. Aunque tal actitud perdura todavía es conveniente señalar que una especie de "re valuación" comienza a presentarse al disociarse cada vez más las funciones de gestión de las de propiedad.

La inscripción y cotización activa de una empresa en bol sa supone una transparencia que no sólo la abre a la con petencia sino que también la expone a un control más minucioso por parte de las autoridades fiscales. Tal situ ción muchas veces es decisiva cuando se trata de evaluar la posible inscripción en la bolsa de valores.

Otro factor socioeconómico que puede debilitar la oferta potencial es la diversificación prematura de los fondos

(13) Coordinación de Investigación Económica  
Aspectos dinámicos de la economía mexicana  
un modelo macroeconómico. DGFH. SECP.  
México, febrero, 1979. p. 27

de las empresas, sobre todo las de carácter familiar. - Tal diversificación muchas veces no es justificada ya que se efectúa en ámbitos no relacionados con la actividad de la empresa. Aunque es difícil emitir una afirmación segura sobre el destino de los fondos de tales diversificaciones, en el caso de muchos países en un estado de desarrollo similar al de México, por lo general ha sido la especulación y construcción residencial.

Tales resultados a nivel agregado, aunque no confirman la intrusión de partida, sin embargo apuntan en el mismo sentido.

El estado de desarrollo del mercado accionario puede ser un problema fundamental en la decisión de emitir acciones, ya que su amplitud y concentración, como quedó asentado, exponen a los valores de la empresa y grandes fluctuaciones que de ninguna manera benefician su desarrollo futuro; por otro lado, este elemento es decisivo también en la evolución de la demanda, ya que inversionistas no amantes del riesgo decidirán colocar sus fondos en lugares más seguros. (\*)

#### IV.4.3 SITUACION DEL MERCADO DE VALORES

Después de la caída de la Bolsa, ésta ha tenido muy escaso movimiento, que ha disminuido su importancia como ---

(\*) El costo monetario relativo es otro elemento que influye decisivamente en la oferta.

fuelle de recursos para la inversión y, lo que es peor, esto no ha significado en su totalidad el desplazamiento de los ahorrados hacia otros instrumentos de captación, sino que se observó que una parte de esta captación ahora se ha derivado hacia un incremento de la proporción de los ingresos que la colectividad destina al consumo.

Por su parte, las empresas que buscan financiamiento, - aparte de la reinversión de sus propias utilidades, sólo lo encuentran en el crédito bancario que, como ya se ha mencionado, estaba un poco estancado, no obstante -- que la captación había experimentado una recuperación. La discrepancia entre la captación y el financiamiento se explica por el alto porcentaje de encaje legal que - el Banco Central a impuesto a la Banca privada en su es fuerzo para disminuir la tasa de crecimiento del medio circulante. Aún así, las empresas han procurado aprovechar todas las oportunidades que les ha presentado el - sistema financiero nacional y el internacional; pero esto ha significado necesariamente que sus apalancamientos han llegado a ser sumamente altos y su capacidad de ob tención de crédito estaba llegando a un límite.

La solución obvia hubiera podido ser el emitir en el mer cado directamente acciones y otros papeles de renta variable que les hubiera permitido hacerse de capital de - riesgo, sin aumentar su carga financiera. Esto desgraciadamente en esos momentos no era ya posible porque los ahorradores noveles, inquietos por las pérdidas que su- frieron en la contracción de la Bolsa, prefirieron colo-

car su dinero en los valores de renta fija, que vuelvan a tener de nuevo altas tasas de interés.

Pero también, varios ahorradores viendo como la inflación aumentaba, las tasas de interés también aumentaban, empezó a invertir en dólares los cuales les daban un rendimiento bastante alto, ya que, el deslizamiento del peso frente al dólar era mucho más significativo día tras día. Con esto las empresas que estaban dentro del mercado de valores empezaron a bajar debido a que ya no eran atractivos para la inversión del público. Y no sólo eso sino que ellas tampoco lograban tener financiamiento para sus planes de expansión.

Todo ello ha motivado que los valores de renta variable, a pesar del comportamiento positivo de la gran mayoría de las empresas registradas en Bolsas, permanezcan estáticos a niveles muy por abajo de los que deberían ser sus precios reales en el mercado, lo que desalienta a todos los posibles emisores y aún a los compradores que encuentran en sus inversiones en Bolsa tienen muy poca liquidez.

Pero aún así, las empresas tenían (en su mayoría) buenos resultados financieramente hablando y sin embargo la Bolsa estaba a la baja.

"La que presenciamos ahora en México no es un mercado; un no mercado que parece tener muchos vendedores y muy pocos compradores. Nuestro indicador de altibajos nos dice que el número de vendedores supera aún con mucho a los compradores potenciales con grandes fondos para invertir perma-

necen sentados en la orilla, observando pacientemente - la retracción de los precios y esperando que la Bolsa - toque fondo. Una vez que esto ocurra, según una optimis- ta versión de algunos corredores, la Bolsa que cayó de 1, 148 a 870 en 12 meses reaccionará a la inversa y as- cenderá casi tan dramáticamente. Queda por ver si la - Bolsa reaccionará precisamente en esa forma.

Mientras tanto, prosigue el proceso de alza de utilida- des de empresas y de baja de precios de las acciones. - El resultado es una razón P/U promedio que sólo puede - ser identificado con una economía en depresión y empre- sas que funcionan con pérdida. Tomando como base los - ingresos reportados en los últimos 12 meses, el prome- dio P/U es ahora de un increíble 4.0. Esta es una razón identificada con empresas que coquetean con la insolvencia y con futuro sombrío, pero no con las empresas cu- yas utilidades suben del 50%, trabajan dos turnos dia- rios y se expanden rápidamente para hacer frente a la - demanda no satisfecha. (14)

#### BOLSA MEXICANA DE VALORES

"Contra todos los pronósticos esperados, el índice de - precios y cotizaciones de la bolsa volvió a bajar el - viernes de esta semana, lo cual es consecuencia, a opi- nión de algunos analistas, de que los inversionistas ya

(14) Revista El Inversionista Mexicano  
Noviembre, 1981 p.p. 5

están cansados de las promesas de recuperación del mercado". (15)

Los mismos analistas señalan que la realidad de la Bolsa es totalmente incongruente con la situación económica del país. La economía de México, afirman, es de las de mayor índice de crecimiento del mundo, y además el margen de utilidades de las empresas inscritas en bolsa, es, en promedio, sumamente alto y satisfactorio.

Tradicionalmente se ha considerado al mercado de valores de cualquier país, como el espejo donde se reflejan los movimientos económicos, o si quiere ponerlo aún más gráfico, como el termómetro económico de un país.

"Sin embargo en México sucede que la Bolsa no siempre, como en la situación actual, reacciona ante los sucesos de tipo económico. El martes, a pesar del anuncio en el descenso de las tasas de interés bancarias; de que bajó el "prime rate" en Estados Unidos y de que se aumentó a 35 dólares el precio de crudo mexicano de exportación, la Bolsa perdió 14.56 puntos, y se registró no sólo el menor nivel en el índice, sino también el volumen más bajo de operación". (16)

La situación actual de la Bolsa, se debe también a que en México se cuenta con un Mercado de Valores relativamente nuevo, o quizás, para ser más precisos con sólo unos años de participar activamente en el sistema financiero del país.

---

(15) Casa de Bolsa Fomento de Valores, S.A. de C.V.  
Boletín semanal. Departamento de Análisis Nov.9, 1981  
(16) Idem.

Hasta 1976 se empezó a cobrar conciencia en México, de la importancia y necesidad de desarrollar al Mercado - de Valores y nuestra Bolsa ha experimentado en los últimos cinco años uno de los mayores crecimientos, en porcentaje, a nivel internacional.

El Desarrollo estructural que han experimentado las casas de bolsa, la bolsa y las mismas autoridades ha sido a todas luces loable, pero desafortunadamente no se ha desarrollado a la par un público inversionista que conozca las ventajas de la inversión en bolsa.

Si quiere tener un mercado más congruente con la realidad nacional, una de las principales tareas a la que ahora deben avocarse los intermediarios es la captación de recursos, no sólo de las instituciones sino de las personas físicas y para ello se debe implementar una -- inteligente e intensa campaña de promoción".

Las organizaciones del sector privado ven con preocupación que no pueden lograrse los objetivos de crecimiento necesarios para el país y previstos por ello, a no ser que se logre de alguna manera estimular la formación de ahorros y por la otra fortalecer el mercado de capitales a través de mecanismos que motivan al ahorrador - mexicano a canalizar sus recursos para apoyar este crecimiento.

#### IV.4.4 IMPULSO AL MERCADO DE DINERO

Si los ahorradores tienen los estímulos suficientes pa-

ra acudir de nuevo al mercado de valores, esto sólo hará de nuevo atractivo el ahorro en detrimento del consumo; elevará las cotizaciones en la Bolsa; animará a las empresas a emitir y circular sus propios papeles en ella; habrá una canalización de dinero fresco hacia inversiones en proyecto altamente rentables, y el sector privado podrá alcanzar las metas de inversión y producción que se asignaron.

A su vez, la mayor claridad en el crecimiento del productor y de las inversiones implica el mantenimiento de tasas altas de creación de empleos y su mayor consumo total que compone la disminución de su porcentaje respecto al ahorro.

Por su parte, el Fisco vería incrementadas sus recaudaciones en una proporción cuando menos tan alta como la del sacrificio que hiciera para estimular a los ahorradores a adquirir los papeles de Bolsa. No he querido deliberadamente proponer recetas de cómo hacer efectivos estos estímulos en favor de los ahorradores e inversores en Bolsa, ya que siendo éstos necesariamente no empíricos, adolecerían de multitud de defectos que los hacían atacables. Sin embargo, los técnicos sumamente calificados de la Comisión Nacional de Valores, del Banco de México y otros organismos públicos, podrían diseñar un sistema pragmático que hiciera sumamente atractiva la canalización de recursos por parte de los ahorradores hacia los papeles de Bolsa.

"En el medio ambiente bursátil circulan algunas ideas --

que seguramente merecerán la atención de los técnicos y funcionarios de las dependencias y entidades ya mencionadas. Entre ellas se podrían mencionar los siguientes:

A) Promover y analizar adecuadamente la inversión institucional.

B) Con la creación del Fondo México que aproximadamente empezará sus operaciones bajo modalidades -- particulares para la inversión extranjera en general, -- contempladas pero no previstas por la ley de inversiones extranjeras, ofrecen diferentes alternativas complementarias para incrementar el ahorro interno y canalizado a empresas mixtas en que participarán recursos del exterior debidamente controlados y regulados.

C) Estimular e inducir a través de medidas -- fiscales el ahorro de las personas físicas en el mercado de Capitales, mediante el diseño de su sistema que sea -- atractivo al inversionista mexicano, que podría colocar sus ahorros en el Capital de las empresas, pulverizando la propiedad de las mismas y convirtiéndolas en empresas abiertas al público por conducto de la Bolsa Mexicana de Valores.

D) Llevar a cabo campañas eductivas de información y promoción para fomentar tanto la oferta como la demanda de valores. (17)

---

(17) C.P. Lopez Martínez, Prodigio  
El Mercado de Capitales como Instrumento de desarrollo Económico- Revista Ejecutivos de Finanzas  
Editado por el INEF. Dic. 1980 p.p. 28

En el ámbito internacional de los últimos tiempos se pueden encontrar varios ejemplos de promociones gubernamentales a estos propósitos, tanto en países desarrollados como en vías de desarrollo, los cuales han alcanzado plenamente los propósitos que se habían fijado con dichas políticas. Tratar de copiar dichos sistemas conduciría indudablemente al fracaso porque las circunstancias son extremadamente diferentes; pero se podrían encontrar luces e inspiración que permitieran establecer un sistema promocional ad hoc para el caso mexicano, que tomaría en cuenta solamente la experiencia de los éxitos y los fracasos en los países extranjeros.

#### IV.4.5 MERCADO DE DINERO

Finalmente, deseo hacer una serie de observaciones sobre el mercado de dinero en México. Este es de relativamente nueva creación, a través del mercado de valores y su instrumento principal es el Certificado de Tesorería de la Federación.

Este instrumento de captación directa por parte del sector público es demandado por los ahorradores finales, -- que son las tesorerías más avanzadas de las empresas privadas y públicas.

Los CETES son un instrumento que satisface la demanda de las tesorerías que requieren del mercado de dinero para mantener sus fondos líquidos en instrumentos confiables, con un amplio mercado secundario y de fácil realización.

"A la vez satisfacer un doble objetivo para el sector público: financiar la inversión pública con recursos de ahorro de la comunidad, reduciendo de una manera la necesidad de recurrir a fuentes alternativas, y servir como instrumento de regulación monetaria. Los países avanzados, con desarrollado mercado de dinero, han logrado crear un instrumento parecido que les permite absorber o inyectar liquidez al sistema económico según las necesidades coyunturales". (18)

El CITE todavía es joven para cargar con esta responsabilidad en forma preponderante. Sin embargo, el monto de sus colocaciones hasta la fecha y la absorción de liquidez que hemos podido efectuar en fechas recientes ha representado un importante apoyo para la política monetaria de reducir el ritmo de crecimiento del medio circulante, sin afectar la actividad económica y la generación de empleos.

El papel comercial y las obligaciones tenderán a crecer en forma importante, en función de constituir una fuente de financiamiento atrayente para un gran número de emisores bursátiles con problemas de liquidez, lo cual les permitirá emitir estos títulos en montos y con rendimientos importantes.

---

(18) Lic. Levin Coppel, Oscar.  
El Mercado de Dinero y Capitales de México  
Revista Ejecutivos en Finanzas  
Editado por el I.M.E.F. Enero, 1981. p.p. 30

Los petrobonos seguirán siendo instrumentos especulativos, ya que ante una crisis financiera nacional es difícil lograr una confianza plena en la estabilidad del peso, y ello acrecenta el movimiento de inversiones respaldadas en moneda extranjera.

Los certificados de la tesorería mantendrán su volumen de operación debido fundamentalmente a su alta liquidez y a las necesidades del gobierno en un período en el cual sus fuentes de financiamiento se ven limitadas.

## **C O N C L U S I O N E S**

## CONCLUSIONES

1.- La evolución reciente de la bolsa de valores ha demostrado que ésta no puede convertirse de un momento a otro en una fuente de fondos estable y adecuada para la inversión física ni en una modalidad nueva y segura para el aborro de las unidades superavitarias. Las razones que apuntalan estas afirmaciones quedaron más o menos claras a lo largo de la presente exposición e intentamos resumirlas en las líneas finales de este trabajo.

El boom de los últimos años puso de manifiesto la estructura prevalenciente en el mercado: carencia de amplitud y profundidad, lo que se concretiza en la fuerte concentración de los intermediarios, la dependencia respecto al sistema bancario y el reducido número de demandantes y oferentes. Tal fenómeno favoreció el alza en un momento dado, pero por la lógica interna del mismo fue causa del desplome y de la incertidumbre que permanece actualmente.

Es obvio que el mercado es el resultado, entre otros factores, de la oferta y de la demanda y que éstas, a su vez, son influidas por el grado de desarrollo del mismo. Desde la perspectiva de la demanda existen indicios de que ha habido una evolución en los últimos años, pensamos que el principal problema proviene de la naturaleza diferente del mercado comparativamente al que tradicionalmente se ha tenido en México: el de activos bancarios. Sin embargo, el desarrollo de otros valores como los CETES hace pensar que existe adaptabilidad del público ahorrador hacia la detención de otros tipos de

activos y al manejo de carteras cada día más complejas.

Por el lado de la oferta pensamos que la base industrial del país ofrece el punto de partida real en la evolución futura del mercado; empero, la situación de éste continúa como fuerza inhibidora de la oferta, además ciertas actitudes mentales aún persisten en una parte de la clase empresarial del país que frenan su desarrollo, aunque se ha experimentado cierta evolución tendente a vencer estas resistencias.

Aunque el fin del presente trabajo no es normativo, sin embargo pueden apuntarse en términos generales líneas de acción de corto plazo que sin duda redundarán por un lado en evitar en lo futuro desórdenes especulativos como el presentado en el año de 1979, por el otro a fomentar el desarrollo sano y armónico de las fuerzas que concurren en el mercado.

2.- Conviene señalar que la situación que presenta el mercado de valores en México no es la primera que acontece en el mundo y que aún los mercados más desarrollados la han padecido en el pasado; empero en los diferentes casos se han encontrado fórmulas de solución consistentes en mecanismos de "regulación" en unos casos y de "autorregulación" en otros. De hecho en todos los mercados del mundo existe algún tipo de regulación.

Por fortuna, en México ya existe una adecuada legislación y el aparato institucional correspondiente para llevarla a cabo; su estricta aplicación hará posible dar el

mercado la "transparencia" necesaria para su mejor funcionamiento.

Se deberá hacer que las empresas inscritas en el registro nacional de valores, así como los intermediarios (agentes y casas de bolsa) cumplan oportunamente con la obligación de presentar sus informes completos y que éstos se hagan accesibles a la consulta de los interesados.

El papel de los intermediarios no debe reducirse a ser -- simples ejecutores de compra-venta sino que una responsable labor de análisis, asesoría y promoción debe traer -- como consecuencia el crecimiento sustancial del número de inversionistas lo que no sólo aportarán capital nuevo sino que con sus diferentes decisiones contribuirán a mantener activo el mercado y presentarán una fuerza opuesta a la - concentración y a los movimientos especulativos desestabilizadores.

3.- Para el proceso del desarrollo son importantes los medios eficaces para movilizar y asignar capital. Además de políticas financieras sólidas, se necesita de instituciones financieras adecuadas tales como cooperativas, asociaciones de crédito, bancos comerciales y de inversión, intermediarios para fines especiales -tales como las instituciones de crédito agrícola e instituciones financieras de desarrollo- servicios de seguros y redescuentos y mercado de valores.

El papel de sistema financiero en el desarrollo tiende a - hacerse más importante a medida que aumenta el ingreso por

habitante y el sector privado se vuelve más complejo. - Hay que movilizar el ahorro a través de instrumentos fincancieros que tengan rendimientos reales atractivos. Para mejorar la asignación de capital, las instituciones financieras deben tener los incentivos y la capacidad - de encontrar empresarios eficientes e inversiones pro--ductivas.

En muchos países en desarrollo, los sistemas financieros que se necesitan para efectuar estas funciones esencia--les han tenido lento desenvolvimiento y ha sido necesaa--rio un impulso del Gobierno. A menudo los Gobiernos han estimulado los bancos de crédito agrícola o industrial o hasta los han creado. En algunos casos, los gobiernos - han intervenido para aminorar el predominio de unos cuantos grupos bancarios fuertemente vinculados a las principales industrias del país. En términos generales, el -- crecimiento de un sector financiero productivo se ve im--pedido por la inflación elevada y persistente y requiere de una estructura de reglamentación del gobierno, que -- con ideas claras de política económica crearían la necesaria confianza pública, para el bienestar social, financiero y económico del país para su desarrollo futuro.

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

- 1.- Baharam Nowzaad  
La Deuda en los Píses en Desarrollo  
Algunas cuestiones para los años 1980  
Finanzas y Desarrollo/Marzo 1982, Vol.19/ No.1
- 2.- Subrata Ghatak  
Monetary Economics In  
Developing Countries  
St. Martin's Press, N.Y.E.U.
- 3.- Ruben Gouberg Jaukin  
La Banca Internacional  
Ejecutivos de Finanzas, Junio 1980.
- 4.- Periódico Excelsior  
Sección Financiera No. 13, 1981
- 5.- Periódico El Financiero  
Nov. 9, 1981
- 6.- Hernández Ramírez, Roberto  
Valores y Mercado de Valores  
Revista Ejecutivos de Finanzas  
Publicada por El Instituto Mexicano de  
Ejecutivos de Finanzas, A.C.  
México, D.F. año VIII No. 5 - MAYO, 1979
- 7.- Heyman, Timothy y León Arturo  
La Inversión en México  
Edit. Universidad del Valle de México  
México 1979
- 8.- Quijano, J.M.  
Concentración Desnacionalización y Crédito  
El Caso de México: 1970-1975  
México (Mimeografiado)

- 9.- Boletín Mensual  
Bolsa Mexicana de Valores  
Dept. Análisis. Junio 1980
- 10.- Maniatis, G.C.  
"Reliability of The Equities Market to  
Finance Industrialdevelopment in Crece"  
Economic Development and Cultural Change  
Julio, 1971
- 11.- Coordinación de Investigación Económica  
Aspectos Dinámicos de la Economía Mexicana  
Un Modelo Macroeconomico DGPH. SHCP.  
México, Febrero, 1979
- 12.- Revista El Inversionista Mexicano  
Noviembre, 1981
- 13.- Casa de Bolsa Fomento de Valores, S.A. de C.V.  
Boletín Semanal. Departamento de Análisis  
Nov. 9, 1981
- 14.- C.P. Lopez Martínez, Proencio  
El Mercado de Capitales como Instrumento  
de Desarrollo Económico  
Revista Ejecutivos de Finanzas  
Editado por el IMEF. Dic. 1980
- 15.- Lic. Levin Coppel, Oscar  
El Mercado de Dinero  
y Capitales de México  
Revista Ejecutivos en Finanzas  
Editado por el I.M.E.F. Enero, 1981