

34



**UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA
DE MÉXICO**

ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES.

CAMPUS ARAGÓN

**PLAN DE INVESTIGACIÓN.
EL AHORRO INTERNO EN MÉXICO, CAUSAS Y
EFECTOS DURANTE EL PERIODO DE 1995 AL 2000**

T E S I S

**QUE PARA OBTENER EL TÍTULO DE:
LICENCIADO EN ECONOMÍA**

P R E S E N T A :

RAÚL RAMÍREZ LÓPEZ

ASESOR:

LIC. JOSÉ LUIS AYALA TREJO

MÉXICO

2002

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**



Universidad Nacional
Autónoma de México



UNAM – Dirección General de Bibliotecas
Tesis Digitales
Restricciones de uso

DERECHOS RESERVADOS ©
PROHIBIDA SU REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL

Todo el material contenido en esta tesis 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.

UNIVERSIDAD NACIONAL AUTÓNOMA DE MÉXICO
ESCUELA NACIONAL DE ESTUDIOS PROFESIONALES
ARAGÓN

LICENCIATURA EN ECONOMÍA

Plan de Investigación

**Tesis : El Ahorro Interno en México, causas y efectos durante el
Periodo de 1995 al 2000**

Raúl Ramírez López
8756623-9

Les ofrezco este humilde tributo y agradecimiento a:

Él Creador por la oportunidad de darme unos padres y que juntos lograron que estuviera en esta vida y que me des la oportunidad de seguir saliendo adelante, siempre haciendo tu voluntad.

A mis padres: Gilberto y María de Jesús, para que se den cuenta que no fue en vano su esfuerzo.

A mis hermanos: Luz, Blanca, Sergio, Rosa, José, Luis, Mireya e Isela; les agradezco su apoyo sin ustedes no hubiera sido posible este esfuerzo, especialmente a ti Luz.

A mi esposa: Irma, que soporto tantas privaciones para ver lograr lo que hoy se cumple.

A mis hijos: Antonio de Jesús, Ariana Lizteh, Luz Selene y Miríam Esmeralda, y espero ver que algún día sientan con alegría esto que hoy siento, cuando les toque su oportunidad.

A mis suegros: Salvador y Rosa, que siempre me apoyaron en los momentos más difíciles por los que atravesé.

A mis cuñados: Salvador y Rafael, que siempre que los necesite ahí estuvo su mano para salir adelante.

A mis profesores: desde la Primaria hasta la Universidad, que sin su instrucción esto no sería posible, pero especialmente a los profesores José Luis Ayala Trejo, Alberto Sánchez Díaz, Raúl Alberto Delgado, Benjamin Ron Delgado y Mayra Ordoñez Salame este éxito también es suyo gracias por todo.

Gracias a todos y que Dios los Bendiga.

Indice

Introducción	2
--------------	---

I.- Análisis del ahorro en México (1958-2000)

Antecedentes del ahorro en México	5
Desarrollo durante 1958-1994	8
Situación actual 1995-2000	19

II.- Basamento teórico del ahorro

Conceptualización	23
Corriente Neoclásica	25
Corriente Keynes	30

III.- Análisis de las Sociedades de Inversión

Antecedentes Históricos	40
Definición y Clasificación	43
Siefores	
a) Antecedentes	54
b) Desarrollo	56
c) Situación actual	57
d) Problemática a largo plazo	59

IV.- Perspectivas de las Sociedades de Inversión

Corto Plazo	62
Largo Plazo (Siefores)	66
Conclusiones	71
Bibliografía	75

Introducción

Dicen que el primer paso para resolver un problema es reconocer que existe y entender porque surgió en primer lugar. En este trabajo se tocará, un dilema muy común: la falta de ahorro.

En los primeros días del Gobierno del Dr. Ernesto Zedillo, el pueblo de México experimenta una devaluación del tipo de cambio - alrededor del 50%-.

El desaliento de la población que se dio al estallar la crisis financiera (diciembre 1994) a la que se vio envuelto el país provino, en parte, de que en su momento, dio lugar el proceso de cambio estructural acompañado de fuertes flujos de capital hacia nuestro país. Nuevamente, la crisis fue presidida de un periodo en que confluyeron la disponibilidad de recursos externos, el aumento sin precedente en el déficit en la cuenta corriente¹ de la balanza de pagos y la sobrevaluación del tipo real de peso respecto a las monedas de nuestros principales socios comerciales.

La caída del ahorro también fue influida por la baja en los impuestos al consumo que dispuso la reforma tributaria de fines de 1990². Un factor adicional que contribuyo a elevar el consumo y disminuir el ahorro fue la disponibilidad de crédito, que permitió elevar en el corto plazo la capacidad de compra de las familias y de las empresas.

El problema en México es que los recursos para invertir también salen de los ahorros, en este caso voluntario, de los ciudadanos y de nuestro Gobierno si esté gasta menos de lo que obtiene como ingresos regulares, lo que no suele ser el caso. El nivel de ahorro alcanzado suele ser exiguo porque la mayoría de los habitantes del país carecen de recursos excedentes para ahorrar. Como es sabido, el negocio de los bancos es captar dinero de los ahorradores a tasas de interés bajas y prestarlo vía créditos a tasa de interés altas. A los bancos les conviene pagar menos intereses posibles para hacer más rentable su operación.

Por lo que en México no tenemos la mayoría de la gente, y es la cultura del ahorro, por lo cual el Gobierno se vio obligado a crear un esquema de ahorro forzado para el retiro que comenzó a partir del segundo bimestre de 1992, en la figura del SAR y a partir de julio 1997 con la nueva ley del IMSS en la figura de la Afore, que a mayo del 2001 ya representa el 8% del PIB³.

Ahondando un poco en lo que se refiere al poco ingreso que recibe el trabajador, se puede hacer una observación al respecto y es que las familias pobres, como es natural, gastan, sobre todo, sus ingresos en las necesidades primordiales de la vida: comida, alojamiento y, en menor grado el vestido. A medida que aumenten los ingresos, los gastos crecen en muchos artículos alimenticios; la gente come más y mejor sustituyendo en parte los alimentos hidrocarburos baratos y voluminosos por las carnes y proteínas, más caras y por la leche, la fruta, las verduras y algunos alimentos ya preparados que ahorran trabajo de cocina.

¹ 1994 en este año se manifiesta un desequilibrio externo ya que la cuenta corriente alcanzo los 29 000 millones de dólares.

² En este año-1990- es cuando se disminuye el IVA del 15% al 10% incentivando más el consumo.

³ Ver capítulo IV

Una de las aplicaciones importantes consiste en el ahorro con vistas al futuro, en el lugar del consumo presente, y esta faceta es la que nos va a interesar ahora para su estudio. Es una observación común que los ricos ahorran más que los pobres estos últimos no solamente no pueden ahorrar nada en lo absoluto, sino además desahorran; es decir gastaran más de lo que ganan cubriendo la diferencia con deudas.

Por otro lado las reformas financieras en nuestro país han girado invariablemente en torno a la estructura y funciones del sistema financiero tradicional, en particular el bancario.

Tras la crisis financiera de Diciembre de 1994, la necesidad de establecer controles más rigurosos llevaron a establecer las barreras para que los sectores de la población de menores ingresos y las micro y pequeñas empresas pudieran acceder a los servicios proporcionados por el sistema financiero tradicional. Además, con las fusiones bancarias, la mayor apertura del mercado de servicios financieros en México, el sistema bancario presumiblemente mantendrá su orientación hacia los segmentos de mercado de mayores ingresos limitando su capacidad para emprender políticas más agresivas para el desarrollo e integración de los sectores de menores ingresos.

Pues bien, los mecanismos de ahorro tradicionales⁴ en nuestro país han mermado el poder adquisitivo de la población, ya que en todos los casos han otorgado rendimientos reales negativos (por debajo de la inflación).

Por tal motivo, muchas personas han comenzado a buscar alternativas que les brinden seguridad, sencillez, facilidad de acceso y altos rendimientos, ventajas que se han encontrado en las sociedades de inversión, que puede ser una alternativa para tratar de incentivar el ahorro interno.

Por lo que este en trabajo se explicará que son estos productos, también llamados fondos, no son nuevos en nuestro país. De hecho su origen se remonta hacia mediados de los años 50, cuando Banamex las introdujo en el mercado mexicano. Sin embargo, su desarrollo hasta hace algunos años había sido muy limitado debido a que los Bancos y Casas de Bolsa que administraban los tenían reservados para sus clientes con altos recursos.

No es sino hasta tiempos recientes, cuando nuevas autoridades financieras autorizaron la creación de Operadoras Independientes de Sociedades de Inversión, que se empezó a desarrollar este mercado. Estas instituciones han ampliado la base de clientes dirigiendo sus productos hacia personas de todos los niveles.

Aunque en México existe un mito generalizado de que invertir en sociedades de inversión es muy riesgoso.

Esa idea ha sido difundida principalmente por tres razones: por desconocimiento de las mismas, porque el público las confunde con cajas de ahorro (aunque nada tienen que ver) y por el hecho de que las Casas de Bolsa en el pasado las utilizaban para colocar en ellas papeles de baja calidad que no adquirían sus inversionistas. Esto implicaba un grave conflicto de intereses, además de que con las recurrentes crisis que ha vivido el país, muchas de las

⁴ Ver capítulo I.

emisoras de estos papeles caían en incumplimiento de pago, en perjuicio de los socios de los fondos de inversión.

Actualmente en nuestro país estas prácticas poco profesionales han ido desapareciendo paulatinamente, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores se ha preocupado por dotar de transparencia e independencia al mercado de sociedades de inversión a través de varios mecanismos y de una regulación más estricta.

En resumen, la operación actual de las sociedades de inversión⁵ es mucho muy transparente para los inversionistas, claridad que difícilmente se encuentra en otros instrumentos en nuestro país.

Por lo tanto, esta investigación se ha dividido en cuatro capítulos: en el primero se observarán los mecanismos de ahorro del pueblo de México, así como una breve historia de cómo se ha comportado el ahorro en nuestro país desde 1958 a 1994, viendo un poco también el Plan Nacional de Desarrollo de 1994 a 2000.

El segundo capítulo se hace mención de dos corrientes teóricas partiendo de un Enfoque Neoclásico y un Enfoque Keynesiano analizando sus teorías de cómo vieron lo referente al ahorro y comprobar que vigencia tienen.

El tercer capítulo se tratará como se constituyen las sociedades de inversión, su concepto legal. Como se dividen y un breve análisis del antiguo SAR, de cómo operaba entre otras cosas.

El cuarto capítulo se divide en dos puntos de vista el primero sé vera la nueva ley de sociedades de inversión y la parte segunda se hacen algunas observaciones a la nueva Ley del Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR).

Cabe hacernos algunas preguntas con esta investigación, con la integración bancaria que esta quedando en manos de los Bancos Extranjeros y que solo el tiempo nos dará sus respuestas.

¿Los ahorros de las Siefores cotizaran en la Bolsa Mexicana de Valores y en las Bolsas del Mundo?

¿El ahorro de las Siefores realmente será destinado a su función de ser prestado a las empresas del país para que puedan financiar su planta productiva y puedan generar empleos?

¿Seguirá el Gobierno Mexicano tomando el dinero de las Afores para seguir financiando su déficit interno?

¿Qué va a pasar con los dineros del Antiguo SAR?

¿Integrarán a los beneficiarios del ISSSTE al sistema de las Afores?

⁵ La primera ley fue aprobada en 1955 y en 1956 se constituye la primera Sociedad de Inversión por Banamex, en 1985 es modificada esta ley y la última modificación fue en mayo de 2001.

I. Análisis del ahorro en México (1958-2000)

A. Antecedentes del Ahorro en México.

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

Muchos mexicanos no ahorran lo que deberían, porque simplemente prefieren gastar su dinero. Otros más son impulsivos a la hora de comprar, y no solo no ahorran, sino que contraen deudas importantes.

Existen muchas personas a las que les cuesta mucho trabajo guardar una parte de su dinero para el ahorro la cual es una condición fundamental para poder construir un patrimonio, enfrentar un imprevisto y para realizar muchos de nuestros objetivos de vida.

Sin embargo, los mecanismos tradicionales de ahorro en nuestro país no han cumplido con lo anterior, ahora veamos unas de las maneras de ahorrar de los mexicanos, así como la problemática y el desconocimiento de algunos instrumentos de inversión, estos son algunos de los esquemas de ahorro entre nuestra población:

El ahorro en alcancias, los guardaditos, o el dinero debajo del colchón. Ésta es la peor forma de ahorrar, ya que este dinero va perdiendo, todos los días, su poder adquisitivo. Sin embargo, es una práctica muy popular, debido a que mucha gente no tiene ni los montos ni la cultura financiera suficiente para acceder a otras opciones.

Las tandas. ésta es una forma muy común de ahorro, la cual consiste en la reunión periódica de un grupo de personas, que aportan una cantidad de determinada de dinero a un fondo

Aunque las tandas tampoco conservan el poder adquisitivo del dinero ahorrado, tienen el gran atractivo de que todos los participantes obtienen el monto que requieren (fondo) antes que si hubieran tratado de reunirlo de manera individual (excepto el último que lo obtiene).

La compra de dólares o de metales. En muchos estados, ante las tremendas crisis que ha sufrido nuestro país, se acostumbra comprar y mantener un ahorro en dólares, o en monedas de oro y plata.

Esto se realiza ya que se piensa que de esta forma no se perderá el poder adquisitivo del monto ahorrado, lo cual a todas luces es erróneo. Se puede comprobar que quienes han optado por este mecanismo, en el largo plazo han perdido gran parte del poder de compra de su patrimonio.

Las inversiones en cajas populares de ahorro u otras instituciones no respaldadas por el gobierno federal ni supervisadas por las autoridades financieras. Este tipo de sociedades son sin duda algunos grandes promotores del ahorro popular, sin embargo, las autoridades financieras no se han ocupado de emitir reglas claras para su operación y regulación. En efecto, hay instituciones muy serias que han hecho un gran trabajo de autorregulación para sus agremiados. Sin embargo, en otras se ha presentado quebrantos y fraudes que han terminado con el ahorro de muchas familias. Casos que ya han causado en

nuestro país movilizaciones importantes solicitando el reembolso de sus ahorros presionando a los gobiernos locales y federal, los cuales han destinado un porcentaje del presupuesto para dicho pago que en la mayoría de los casos será del 70 % de lo defraudado.⁶

Las inversiones tradicionales en los bancos. Las instituciones bancarias, sin duda, son las que han captado la mayor cantidad del ahorro del país. Los recursos depositados en ellas están garantizados por el gobierno, lo cual es una gran ventaja para los ahorradores. Sin embargo en la actualidad el rendimiento, que pagan es, en la mayoría de los casos, menor a la inflación, lo cual deteriora su poder adquisitivo.

En el año 2000, la captación bancaria disminuyó 23.08 % con respecto a los niveles que tenía en 1999. este decrecimiento se debe en parte al menor dinamismo del consumo y la ligera recuperación que ha mostrado el poder adquisitivo, pero no indica que las personas estén dejando de ahorrar y endeudándose para financiar el gasto, pues el crédito bancario se ha reducido cerca de 70 % desde 1994.

De los diversos sistemas bancarios o tradicionales para ahorrar, sin duda los de Bonos del Ahorro Nacional son una opción para los ahorradores según estudio de la Procuraduría Federal del Consumidor: donde se explico que este hecho se debe a los rendimientos, plazos de ahorro, montos requeridos y beneficios adicionales que otorga dicha institución. Bonos del Ahorro Nacional es fundamentalmente una institución de fomento, y en su ley orgánica establece que debe de ser una institución que fomente el ahorro popular. Todo el ahorro que se capta, se deposita en el Banco de México en la cuenta de la Tesorería de la Federación, donde se generan rendimientos a la tasa líder de Cetes a 28 días. Esta característica da certidumbre y confianza al ahorrador. Otra función importante de Bonos del Ahorro Nacional, es cubrir el espacio que no atiende el sector financiero. Las instituciones no aceptan fácilmente a los pequeños ahorradores, pese a que actualmente realizan esfuerzos en este sentido. Por ejemplo, bancos como Bancrecer y Bilbao Vizcaya- antes de ser Bancomer-, inician operaciones para captar ahorro popular, proveniente de más de 20 millones de ahorradores cuyo ingreso se ubicaría entre uno y diez salarios mínimos. No obstante, aún lo hacen un poco arriba del nivel estrictamente popular, aunque algunos reciben depósitos desde un peso, los intereses los empiezan a pagar a partir de los mil pesos. Bonos del Ahorro Nacional paga intereses inmediatos pero muy bajos apenas por encima de los bancos. Bonos del Ahorro Nacional tuvo una baja en su dinamismo pero a principios de la década de los noventa se instrumentaron dos cuentas: una a la vista, que es Cuenta Ahorro, y otra a plazos de 1, 2 o 3 años, llamada Tandahorro, esta cuenta es un contrato mediante el cual una persona deposita y se compromete a realizar cierto monto de depósito cada mes, " como la tanda, sin comisiones y seguro de vida. y ahora con sorteos según el saldo.

UDI's (unidades de inversión). Son instrumentos financieros que permiten que los recursos de una inversión no pierdan su valor adquisitivo, toda vez que día a día se actualizan conforme al Índice Nacional de Precios al Consumidor. Además de generar un interés sobre el monto de la inversión inicial más la

⁶ Ley Emitida por el H. Congreso de la Unión el 29 de Diciembre del 2000

actualización diaria que también se capitaliza (el valor diario de las UDI's lo publica el Banco de México en el Diario Oficial de la Federación (DOF)).

El plazo mínimo para la inversión en UDI's, es decir, para que el inversionista pueda recibir y disponer del monto de la inversión, actualización e intereses es de tres meses.

Al invertir en UDI's se entregará una cantidad determinada de dinero, resultado de multiplicar el número de UDI's que se adquieren por el valor que tengan las UDI's en la fecha relativa. Los bancos solicitan un mínimo de inversión en UDI's.⁷

O para referirnos en términos más técnicos, las UDI's no son moneda, sino unidades de cuenta (es decir, una manera o instrumento que facilita el control de las cuentas), que se actualizan de manera constante y que se utilizan para representar operaciones financieras, básicamente créditos y depósitos.

La única forma que nuestro país pueda crecer realmente sin depender del crédito de otras naciones es fomentando el ahorro interno.

Pero los salarios no permiten realmente el ahorro suficiente para un retiro digno. El ahorro de los ciudadanos de un país permite financiar el crecimiento de la planta productiva y por lo tanto la creación de puestos de trabajo para más personas.

En México sé esta fomentando mediante las sociedades de inversión tradicionales y con las sociedades de inversión especializadas en fondos para el retiro (Siefore).

México no es el único país con el plan de retiro para los trabajadores también poseen este modelo Bolivia, Chile, El Salvador, Argentina, Uruguay, Colombia, Perú, Brasil, Costa Rica, Ecuador y Guatemala.

Todos estos países al igual que México están buscando que la participación dentro del P.I.B., este integrado en gran medida por el ahorro interno, dependiendo cada vez menos del exterior.

⁷ Según Banamex solicita \$3,000.00 para su apertura.

B. El ahorro en México

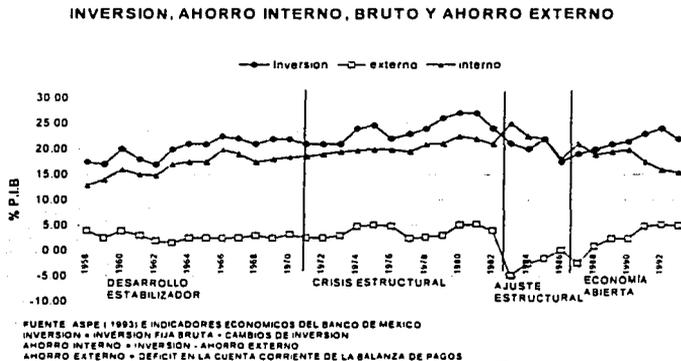
La problemática del ahorro surge en el contexto particular generado en México con el cambio en las condiciones institucionales bajo las cuales se cumple la actividad económica. Dicho cambio comienza a producirse en 1983 pero tiene su desarrollo más acelerado desde 1988, y a consecuencia del mismo la actividad económica en el país tiende a realizarse conforme a un modelo de economía abierta, desregulada en la que los mercados tienen un lugar principal para la asignación de los recursos.

Dentro de estas cambiantes condiciones, el ahorro tiene una evolución problemática por su bajo nivel relativo, pero sobre todo por la desfavorable estructura entre ahorro interno y ahorro externo así como entre ahorro público y ahorro privado.

Desde 1958 en adelante las relaciones entre inversión bruta, el ahorro externo y el ahorro interno bruto han seguido distintos patrones, de comportamiento, según las diferentes etapas del desarrollo económico transcurrido en el país. Siguiendo una periodización tradicional subdivididos en tres periodos este gran intervalo de tiempo iniciado en 1958.

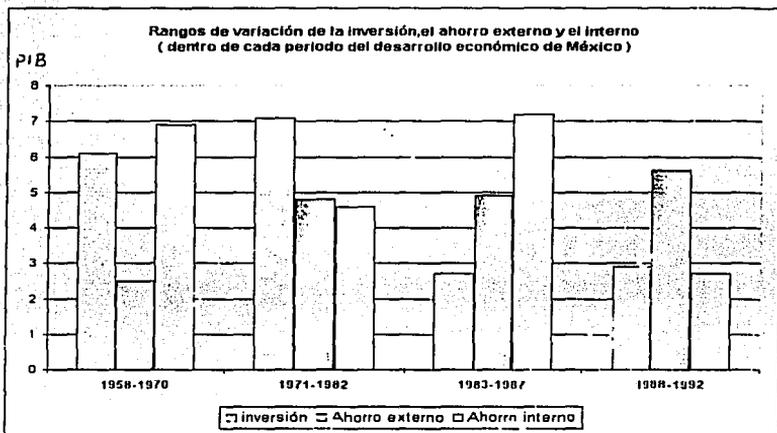
El primer periodo transcurre entre 1958 y 1982 y comprende la etapa del llamado "Desarrollo Estabilizador" que va desde 1958 a 1970, así como la del agotamiento y crisis del mismo transcurrida entre 1970 y la gran crisis de 1982. El segundo periodo corresponde al intervalo entre 1983 a 1987, que son los años de transición desde un modelo de economía cerrada y dinamizada por la actividad económica del Estado, como era la del "Desarrollo Estabilizador, hacia un modelo de economía abierta, desregulada y cuya dinámica se basara principalmente en la acción de los mercados privados. La tercera etapa va desde 1988 en adelante y la misma se caracteriza porque en ella se produce la primera expansión económica dentro de la nueva modalidad de desarrollo económico en economía abierta que se acaba de mencionar.

En la gráfica 1 se presenta la evolución de la inversión, el ahorro interno y el externo en el periodo 1958-1992.



En primer lugar veamos lo referente a los valores medios de la inversión bruta, el ahorro interno bruto y el ahorro externo, los que se registran en la gráfica 2.

Lo primero que se destaca en ella es que en el Desarrollo Estabilizador esos valores fueron sustancialmente más bajos para las tres variables de lo que Gráfica 2.



Fuente: Ahorro y sistema financiero en México. con base gráfica 1

se observa en los periodos posteriores, con excepción de los valores registrados por el ahorro externo entre 1983 y 1987, bajo las particulares condiciones que imponían las obligaciones de pago de la deuda. Por el contrario, los valores medios más altos para la inversión bruta y el ahorro externo se registraron en el periodo 1971-1982, mientras que el ahorro interno bruto tuvo en esta etapa el segundo valor medio más alto dentro de los cuatro periodos considerados, sólo aventajado por el valor registrado en el periodo 1983-1987 en las condiciones ya mencionadas.

Desde otro punto de vista, comparado los periodos de 1971-1982 y 1988-1992, que fueron aquellos en los que hubo crecimiento económico relativo luego del Desarrollo Estabilizador, destaca que el segundo de dichos periodos se cumplió con los valores medios de inversión, ahorro externo e interno más bajos que el primero. Particularmente, el ahorro interno entre 1988-1992 tuvo el segundo nivel medio más bajo luego del que se había registrado durante el Desarrollo Estabilizador. En cambio, los valores medios del ahorro externo para ambos periodos fueron más altos que el valor medio para la misma variable en el Desarrollo Estabilizador, que fue el otro periodo donde se observan valores positivos para el ahorro externo.

Estos patrones de relación entre inversión, ahorro externo y ahorro interno para los periodos considerados pueden analizarse también en razón de la estructura relativa de participación del ahorro externo e interno respecto a la inversión, lo que se presenta en el cuadro 1.

Allí se comprueba que la participación relativa del ahorro interno bruto durante el Desarrollo Estabilizador fue mayor de la que se registró tanto en 1971-1982 como en 1988-1992. El periodo 1983-1988 es una excepción en las tendencias históricas, ya que en ese intervalo y a consecuencia de la crisis de la deuda externa, en el país se convierte en exportador neto de capital y por lo tanto el ahorro externo aparece con signo negativo y el ahorro interno bruto supera a la inversión.

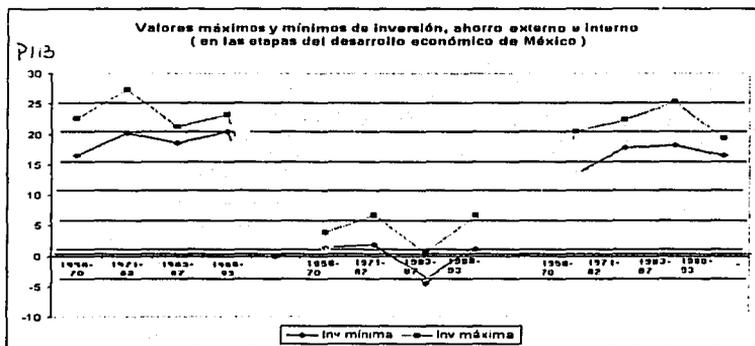
CUADRO 1

Periodo	A ext. / Inv.	A int. / Inv.
1958-1970	13.50%	86.50%
1971-1982	16.00%	84.00%
1983-1987	-11.00%	110.70%
1988-1993	18.20%	81.80%

Pero junto a lo anterior también destaca el hecho de que la estructura de relación entre los valores medios del ahorro interno bruto, ahorro externo e inversión en 1988-1992 fue la misma que en 1971-1982, esto a pesar de que las condiciones institucionales en las que operaba la economía durante uno y otro periodo eran sustancialmente distintos.

Consideremos ahora las variaciones entre valores máximos y mínimos de la inversión, el ahorro externo y el interno en los distintos periodos, que se registran en las gráficas 3 y 4.

Gráfica 3



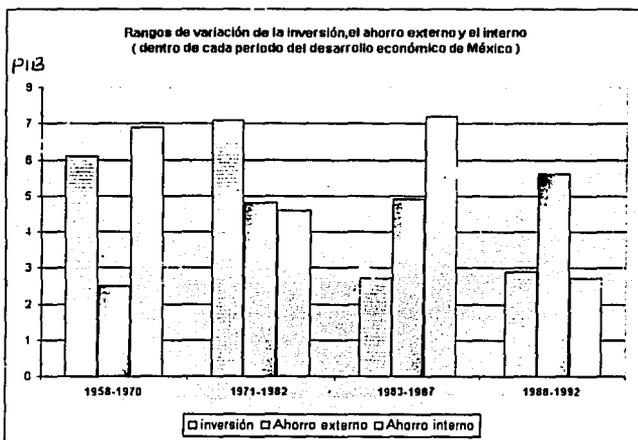
Fuente: Ibid. Gráfica 1.

En el Desarrollo estabilizador la inversión y el ahorro interno presentan rangos de variación significativos, mientras que el ahorro externo registra las menores fluctuaciones dentro del conjunto de los periodos. En cambio, en el periodo de transición entre 1983-1987, la inversión tiene pocas fluctuaciones dentro de niveles relativamente bajos, pero en contrapartida el ahorro externo y el interno presentan fuertes variaciones entre sus valores máximos y mínimos. En particular, las oscilaciones del ahorro externo en ese periodo se dieron entre valores fuertemente negativos y valores ligeramente positivos.

Por otra parte, comparando los rangos de variación de las distintas variables en los periodos de crecimiento ocurridos en 1971-1982 y en 1988-1992, se encuentran contrastes interesantes.

Gráfica 4.

fuente: Ibid. Gráfica 1.



En el periodo 1971-1982 se produjo una amplia variación entre mínimos y máximos de la inversión, lo que sin embargo se explica menos por los niveles mínimos que por los valores máximos alcanzados por ésta, los que fueron los más altos en el conjunto de los periodos.

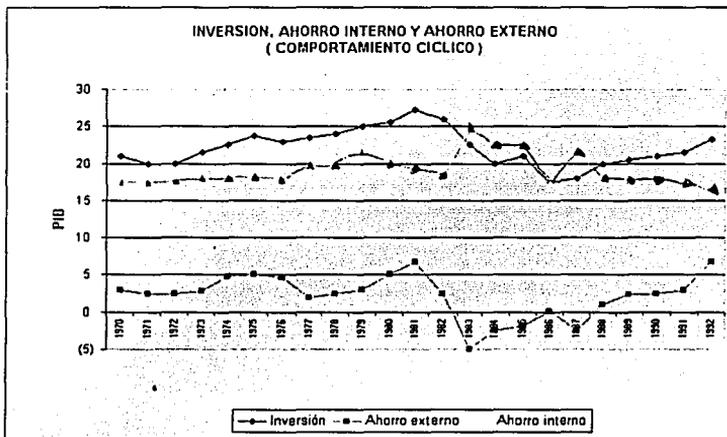
Junto con estas variaciones de la inversión, en este periodo 1971-1982 también se produjeron fuertes fluctuaciones en el ahorro externo y el interno, con la particularidad de que ambos varían en la misma cantidad de puntos del P.I.B.. Sin embargo, esa fluctuación es más significativa en el ahorro externo dado que éste representa menor proporción del P.I.B. que el segundo. En cualquier caso, con esas fluctuaciones ambas variables alcanzan en 1971-1982 los máximos valores para los cuatro periodos

En contraste, durante el periodo 1988-1992 la inversión tiene variaciones sustancialmente menores aunque con valores mínimos equivalentes a los del periodo 1971-1982, mientras que su valor máximo alcanza el segundo lugar dentro del conjunto. Por su parte, el ahorro externo tiene en estos años las mayores fluctuaciones de todos los periodos y alcanza valores máximos equivalentes a los del periodo 1971-1982. En cambio, el ahorro interno tiene las menores fluctuaciones de todo el conjunto de observaciones periódicas, pero su nivel máximo es el más bajo de los registrados en las cuatro etapas consideradas.

Consideramos ahora las mismas variables analizadas en el punto anterior pero con valores sólo para el periodo que va de 1970 a 1992.

Como se observa en la siguiente gráfica, dentro del periodo 1971-1982 encontramos por un aparte que hay movimientos de auge en la inversión bruta y el ahorro externo, los que alcanzan sus niveles máximos en 1975, 1981 y 1982. En esos años la inversión logra valores de 23%, 27.30% y 23.30% mientras que el ahorro externo alcanza niveles de 5.0%, 6.70% y 6.7%. En cambio, en esos mismos años el ahorro interno bruto seguía un comportamiento inverso hasta alcanzar sus valores mínimos con magnitudes de 18.20%, 19.30% y 16.60%, respectivamente. En la gráfica mencionada se identifican con una flecha descendente los valores máximos de la inversión y el ahorro externo mientras que los correspondientes valores mínimos del ahorro interno se indican con flechas ascendentes

Gráfica 5.



Fuente : Ibid, gráfica 1.

Es sistemático que estos años en que la inversión y el ahorro externo alcanzaban sus niveles máximos, mientras el ahorro interno avanzaba hacia sus niveles mínimos, hayan sido los mismos que precedieron al estallido de grandes

crisis generales en la actividad económica como las que registraron en 1976,1982 y 1994.

Dicho de otra manera, desde comienzos de los setenta parecería existir en la economía mexicana una suerte de ciclo catastrófico " en las relaciones inversión-ahorro, el que se inicia con incrementos extraordinariamente elevados en los niveles de la inversión bruta y el ahorro externo, lo que se da junto con una caída significativa en los niveles del ahorro interno bruto. Este movimiento cíclico continua luego con caídas igualmente extraordinarias de la inversión y el ahorro externo, así como el incremento inusitado del ahorro con el fin de atender los desequilibrios y compromisos externos en el marco de severas contradicciones en la actividad económica.

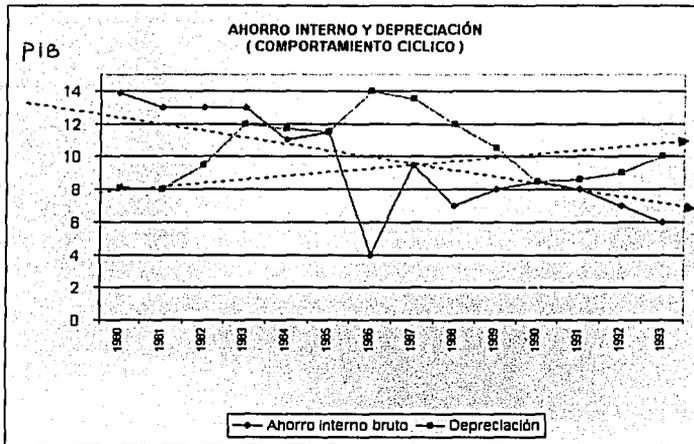
Los tres periodos donde se ha presentado este fenómeno cíclico tenían muy distintas condiciones institucionales y estilos de políticas públicas, lo que parecería sugerir la necesidad de explotar otros factores en la economía nacional que pudieran explicar esta forma extremadamente desequilibrante de interanalizar el ahorro externo en el crecimiento económico del país, lo que sin embargo escapa a los alcances de este estudio.

Lo analizado hasta aquí muestra las grandes tendencias de largo plazo en la evolución seguida por el ahorro interno y externo. Corresponde ahora considerar más particularmente la evolución reciente de estas variables para evidenciar los problemas específicos que éstas presentan dentro de las grandes tendencias mencionadas.

Como se indico anteriormente, en el periodo 1988-1992 el ahorro total se incrementó respecto al periodo de crisis y transición ocurrido entre 1983 y 1987, pero esto se vio acompañado de un descenso sostenido del ahorro interno bruto que alcanzo niveles extremadamente bajos.

Desagregando el ahorro interno bruto en la depreciación y el ahorro interno neto se obtienen algunos elementos adicionales de análisis para explorar los determinantes de aquel comportamiento del ahorro bruto. En la gráfica 6 se presenta la información sobre la evolución de la depreciación y el ahorro interno neto entre 1980 y 1992.

Gráfica 6.



Fuente : indicadores Económicos Banxico

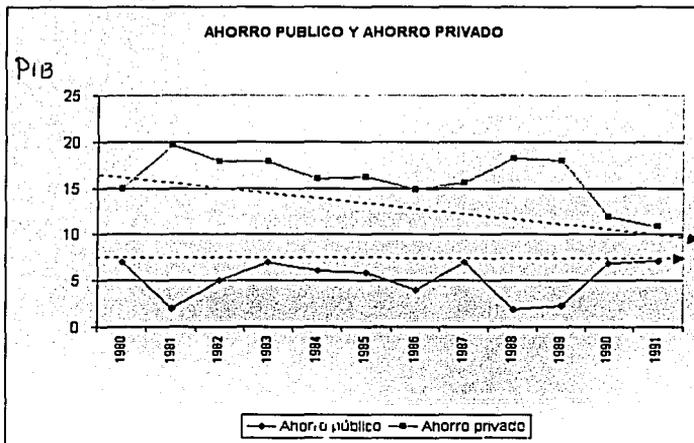
En lo que se refiere al ahorro interno neto se observa que éste tiene una tendencia sostenida a la baja desde comienzos de los ochenta, ya que había comenzado a revertirse en 1986 para luego volver a declinar a partir de 1990. Por su parte, la depreciación tuvo una tendencia al alza desde comienzos de los ochenta, con un movimiento brusco de ascenso en 1986 que luego fue compensado con un descenso gradual hasta estabilizarse a partir de 1990 en valores superiores a los registrados en 1980.

En cualquier caso, lo significativo de estos datos es que la depreciación ha sido un componente significativo y creciente del ahorro interno bruto, en particular durante el periodo 1988-1992 cuando llegó a representar más del 60 % de dicho ahorro. Esto significa que la depreciación ha estado compensando la caída del ahorro interno neto, con lo que impidió que el ahorro interno bruto registrara descensos más pronunciados que los indicados.

Otro factor relevante para explicar el comportamiento del ahorro interno durante el periodo que nos ocupa fue el distinto desempeño del ahorro por parte del sector público y del sector privado, lo que puede verse en la gráfica 7. Como allí se observa, a lo largo de la década el ahorro público registra una ligera tendencia creciente mientras que el ahorro privado tiene una marcada tendencia descendiente. En particular, desde 1988 se inicia una acelerada recuperación del ahorro público a partir de los niveles extraordinariamente bajos registrados en ese

año, mientras que el ahorro privado inicia una fuerte tendencia a la baja que revierte la evolución positiva de dicho ahorro que se había iniciado en 1986.

Gráfica 7.



Fuente : Ros(1992). se define al ahorro privado como la parte de la inversión agregada que no es financiada por el ahorro público ni por el ahorro externo.

En consecuencia, puede concluirse que el descenso del ahorro interno mencionado anteriormente se explica por una caída del ahorro privado mas que proporcional al incremento del ahorro público.

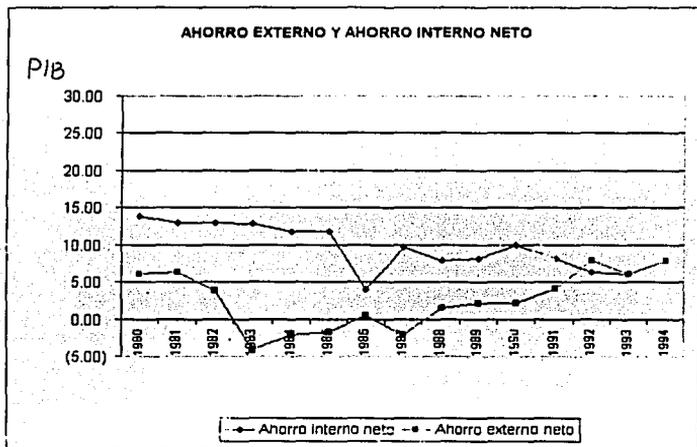
Como se indica anteriormente, en el periodo posterior a 1988 la brecha que iba dejando el decreciente ahorro interno fue cubierta por el ahorro externo. Como consecuencia de ello la participación de este ahorro fue creciendo hasta alcanzar una cifra cercana a los 29 000 millones de dólares en 1994.

Esa incrementada presencia del ahorro externo en México es problemática por lo menos por dos razones.

La primera razón es la desfavorable combinación que se va estableciendo entre ahorro externo y ahorro interno. Como puede observarse en la gráfica 8, estos dos componentes del ahorro convergen en su evolución desde 1987, para 1992 ambas magnitudes son equivalentes para finalmente superar el ahorro externo al ahorro interno bruto.

El segundo orden de problemas se refiere a las relaciones del ahorro externo con los montos y tipos de capitales ingresados al país durante este periodo. Con la presencia reciente de la inversión extranjera de cartera en el país, por lo que aquí sólo se le aborda para cerrar el cuadro de problemas existentes en la evolución reciente del ahorro externo.

Gráfica 8



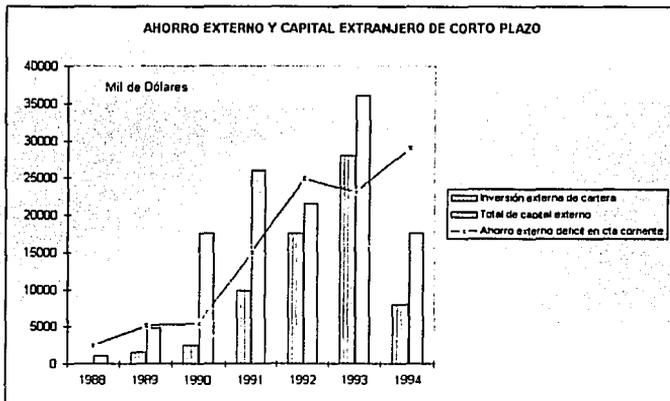
Fuente: Ibid, gráfica 1 y 6.

Conforme a la evidencia de la gráfica 9, el ahorro externo medido por el saldo de la cuenta corriente en la balanza de pagos se incrementa desde 1989 pero más significativamente a partir de 1990, para alcanzar un monto cercano a los 29 000 millones de dólares en 1994. Por otra parte, la entrada total de capitales externos también crece significativa mente a partir de 1988, superando ampliamente al déficit de la cuenta corriente en 1990, 1991 y 1993, lo que da origen a incrementos significativos en las reservas del país. Sin embargo, lo importante y significativo de este ingreso de capitales externos es el peso que tiene en ello la inversión de cartera. Desde 1991 y más particularmente en 1992 y 1993 esta inversión e cartera se convierte en el componente dominante de los capitales externos que ingresan al país. Como es sabido, en ese tipo de inversiones predominan las de corto plazo, por lo que su presencia en los mercados locales es volátil, ya que pueden desplazarse rápidamente buscando otras opciones más atractivas de inserción en el exterior

De conjunto, la situación del ahorro externo es problemática tanto por su peso significativo respecto al ahorro interno neto, como por el predominio de los

capitales de corto plazo dentro de los flujos de capitales que soportan aquel recurso al ahorro externo, lo que marca un límite importante para la configuración asumida por el ahorro en la actualidad.

Gráfica 9



Fuente : Indicadores Económicos Banxico.

A manera de conclusión se presenta un cuadro conjunto sobre la situación del ahorro en México resumiendo las tendencias de largo plazo y los problemas detectados en la evolución reciente.

En el largo plazo se ha registrado un incremento en los niveles medios de ahorro en el país en los últimos cuarenta años, lo que junto con el incremento en los niveles medios de la inversión establece los estándares básicos que deben satisfacerse al abordar las necesidades de crecimiento económico.

Junto con ello se detecta una recurrente coincidencia cíclica negativa en las relaciones entre ahorro externo, inversión y ahorro externo que se asocia con desemboques en las grandes crisis desde los setenta. Esto que se hipotetiza como un ciclo catastrófico parecería caracterizarse por una asociación directa entre incremento del ahorro externo y de la inversión que se acompaña con un movimiento inverso el ahorro interno, todo lo cual sugiere fuerzas de atracción de la inversión extranjera pero al mismo tiempo factores que impiden una internacionalización dinamizadora de esa inversión en el sentido del crecimiento económico sostenible.

Dentro de esas tendencias generales, destaca el hecho de que no parece haber cambios sustanciales en la estructura de valores medios con los que

participan el ahorro externo y el ahorro interno bruto durante dos ciclos de crecimiento como fueron los del periodo 1971-1982 y de reciente ciclo iniciado en 1988. En cambio, desde 1990 se observa una tendencia sostenida al descenso del ahorro interno neto y en particular del ahorro privado, acelerada desde 1990 hasta llevar a dicho ahorro a niveles inusitadamente bajos. Ese último movimiento fue relativamente compensado por el incremento del ahorro externo, lo que sin embargo se acompaña por incrementos extraordinarios en los flujos de capitales externos de corto plazo.

CUADRO ANEXO

Valores medios, máximos y mínimos, así como rangos de variación para la inversión, el ahorro externo y el interno bruto en periodos de desarrollo económico de México. (Medidas en proporción al PIB)

	Inversión Bruta	Ahorro externo	Ahorro
1958/1970			
Valor medio	19.77	2.58	17.18
Rango de variación	6.10	2.50	6.90
Valor mínimo	16.50	1.40	13.50
Valor máximo	22.60	3.90	20.40
1971/1982			
Valor medio	23.39	3.77	19.63
Rango de variación	7.10	4.80	4.60
Valor mínimo	20.20	1.90	17.80
Valor máximo	27.30	6.70	22.40
1983/1987			
Valor medio	19.94	-2.16	22.08
Rango de variación	2.70	4.90	7.20
Valor mínimo	18.50	-4.50	18.10
Valor máximo	21.20	0.40	25.30
1988/1992			
Valor medio	21.88	3.54	18.36
Rango de variación	2.90	5.60	2.70
Valor mínimo	20.40	1.10	16.50
Valor máximo	23.30	6.70	19.30

Fuente: Celso Garrido y Tomás Peñaloza con base en Aspe (1993) e Indicadores Económicos

El objetivo estratégico fundamental del Plan Nacional de Desarrollo 1995-2000⁸ es promover un crecimiento económico vigoroso y sustentable que fortalezca la "soberanía nacional", y redunde a favor tanto del bienestar social de todos los mexicanos, como de una convivencia fincada en la democracia y la justicia.

El nivel de inversión depende de los recursos disponibles para su financiamiento, que provienen del ahorro interno y externo. Para que haya inversión, indispensable para el crecimiento económico, hace falta el ahorro interno, preferiblemente complementado por el ahorro externo.

Para alcanzar sostenidamente una tasa anual de crecimiento económico superior al 5 %, la inversión total debe exceder anualmente el 24 % del PIB. Financiar esa inversión de manera que el ahorro nacional, requiere que este último aumente significativamente.

El problema de fondo no fue que nuestra economía tuviese importantes transformaciones y contase con ahorro externo en montos muy significativos. El problema fue que ese ahorro externo no se tradujo en una mayor inversión y crecimiento del PIB. Para que una economía se mantenga viable y solvente, debe generar, a través del crecimiento, los recursos necesarios para retribuir el ahorro interno y externo.

La insuficiencia en el crecimiento de la economía durante los últimos años, a pesar del cambio estructural y de la amplia disponibilidad de ahorro externo, se explica en gran medida por la evolución que tuvo durante el mismo lapso el ahorro interno. No hay duda de que, si durante esos años el ahorro interno se hubiese mantenido al menos estable, se habría tenido un crecimiento más dinámico de la inversión y del PIB. Sin embargo, entre principios de 1988 y 1994 el ahorro interno disminuyó sistemáticamente como proporción del PIB, del 22 a menos del 16 %. Dado que el ahorro público se fortaleció durante el mismo lapso, la caída del ahorro interno reflejó lo ocurrido en el ahorro privado, que en ese tiempo se contrajo en más de 7 % del PIB.

Por supuesto, el comportamiento del ahorro privado depende en mucho de las políticas económicas. Entre los factores que ayudan a explicar la caída del ahorro privado destaca la apreciación no sostenible del tipo de cambio real. La apreciación real de la paridad siempre promueve el aumento del consumo en detrimento del ahorro. También hay que recordar que México una fuente importante del ahorro y la inversión privada ha sido la reinversión de utilidades de las empresas. Es probable que la reducción del margen de utilidades que necesariamente causó el proceso de apertura y de mayor competencia económica interna y externa haya sido mucho mayor al apreciarse el tipo de cambio real.

La estrategia económica, que reconoce la necesidad de elevar el ahorro interno, pondrá especial cuidado en asegurar el abatimiento sano y permanente de la inflación. La estabilidad macroeconómica permite un horizonte más amplio para la planeación y para la evaluación de proyectos productivos, al tiempo que

⁸ Plan Nacional de Desarrollo periodo 1995-2000

constituye un incentivo para la generación de ahorro a mayores plazos. Sólo cuando la inflación es baja el ahorro se traduce en mayor inversión y ésta, a través del crecimiento de la actividad económica y el empleo, en beneficios tangibles para la población. En cambio, la inflación, además de inhibir el ahorro y la inversión, al erosionar el poder adquisitivo de los salarios y de los activos financieros lesiona en forma desproporcionada a los trabajadores y a la población de menores ingresos. Por eso, cuando la inflación es persistente y elevada, el crecimiento se vuelve inequitativo y la distribución del ingreso se deteriora. Por lo anterior, resulta ineludible esforzarse, de manera sana y permanente, para alcanzar la estabilidad de precios.

La estrategia encaminada a fomentar el ahorro interno con el objeto de evitar la dependencia del ahorro externo para financiar los requerimientos de inversión que exige el crecimiento equivale a proponer que el saldo en la cuenta corriente de la balanza de pagos sea sostenible en el largo plazo. La disponibilidad de ahorro externo, empero, permite a nuestra economía invertir a un ritmo superior que si la inversión fuese financiada únicamente con ahorro interno. Por lo tanto, el ahorro externo abre oportunidades muy significativas para promover una tasa de crecimiento de la economía más llevada y un mayor volumen de empleo. El uso prudente del ahorro externo requiere que éste se destine principalmente a la ampliación de la productiva y de la oferta de productos comerciables. De este modo, con la maduración de los proyectos de inversión crecerá la capacidad de pago de nuestra economía.

El Plan Nacional de Desarrollo plantea las siguientes cinco líneas de estrategia para impulsar el crecimiento económico sostenido y sustentable:

Hacer del ahorro interno la base fundamental del financiamiento del desarrollo nacional, y asignar un papel complementario al ahorro externo.

Establecer condiciones que propicien la estabilidad y la certidumbre para la actividad económica.

Promover el uso eficiente de los recursos para el crecimiento.

Desplegar una política ambiental que haga sustentable el crecimiento económico.

Aplicar políticas sectoriales pertinentes.

Ante la caída del ahorro privado interno en los últimos años, el desafío principal de la política económica será promover su recuperación y fortalecimiento para convertirlo en la fuente primordial del financiamiento del desarrollo. México deberá continuar recurriendo a los recursos del exterior para fortalecer la inversión. Para que el ahorro externo desempeñe su función complementaria, será necesario orientarlo a financiar una mayor inversión global en el país, no a desplazar la inversión financiada con recursos internos.

Fortalecer el ahorro interno significa fortalecer la suma del ahorro público y del ahorro privado. El gobierno debe tomar en cuenta el impacto de sus acciones no sólo sobre su propio ahorro, sino sobre el ahorro total del país. La captación de ingresos públicos debe estimular, no destruir, los incentivos al ahorro privado. Por ello es urgente una forma tributaria orientada a fortalecer el ahorro privado, sin descuidar la consolidación del ahorro público. Se trata de adoptar un sistema tributario que fomente el ahorro familiar y la reinversión de utilidades en las empresas. Un sistema tributario sencillo, en que el cumplimiento de las

obligaciones no estorbe el desempeño eficiente de la actividad productiva, todo ello en un marco conducente a una mayor equidad.

Lineas de acción. de conformidad con los señalamientos anteriores, el fortalecimiento del ahorro interno descansará en:

Una reforma fiscal que promueva el ahorro y la inversión

La promoción del ahorro privado a través de instrumentos financieros que ofrezcan seguridad y rendimientos competitivos a los ahorradores.

El fortalecimiento de los mecanismos de financiamiento del sistema de seguridad social como medio eficaz para estimular el ahorro interno.

La consolidación del ahorro público mediante el mantenimiento de finanzas públicas sanas, y de un ejercicio del gasto corriente y de inversión pública que siga criterios de eficiencia social.

El uso prudente del ahorro externo sobre bases de complementariedad con el ahorro interno.

Para el financiamiento adecuado y solvente de sus actividades, el Gobierno debe recurrir a los impuestos. Para la sociedad, es preferible que se acuda a fuentes eficientes y explícitas de financiamiento que al más injusto e ineficiente de todos los impuestos: el impuesto inflacionario. Pero no basta con que el gobierno financie de manera responsable y transparente su actividad, mediante un sistema fiscal financieramente solvente. El sistema tributario debe también evitar que los impuestos se conviertan en obstáculo para la actividad económica y para la generación de empleos productivos y bien remunerados. Por ello debe orientarse a estimular la actividad productiva, la inversión y el ahorro. Al diseñar los impuestos debe tomarse en cuenta su efecto sobre el ahorro público y también sobre el ahorro privado.

El sistema financiero desempeñará un papel fundamental para la generación del crecimiento económico. Capta una parte muy imponente del ahorro de la sociedad y lo canaliza hacia inversiones productivas. En el sector financiero existen significativas oportunidades para ofrecer una gama más amplia de instrumentos y servicios que fomenten el ahorro de la población y propicie una canalización de recursos hacia los sectores productivos más eficiente y oportuna.

La labor del sector financiero no se agota con el fomento al ahorro y su intermediación eficiente. La diversificación de los riesgos y su correcta asignación constituye una oportunidad para desarrollar nuevos instrumentos y contribuir con opciones reales al fomento del ahorro y a un mejor desarrollo del sector productivo.

Dos de los motivos más importantes que tienen las personas para ahorrar son la adquisición de vivienda y el contar con ingresos dignos en el momento de retirarse de la vida económicamente activa. De tiempo atrás, el sistema de seguridad social prevé aportaciones de los trabajadores para esos propósitos a través del seguro de invalidez, vejez, cesantía y muerte (SIVCM) del IMSS y de la cuota al INFONAVIT. Recientemente - en el año de 1992- se introdujo la aportación al Sistema de Ahorro para el Retiro (SAR).

El problema con estos rubros, particularmente los dos primeros, es que las personas difícilmente pueden concebirlos como auténticos activos financieros que se identifiquen con un propósito de ahorro. Las aportaciones al SIVCM se

incorporan a un fondo colectivo. Las personas que llegan a la edad de retiro sin alcanzar a cotizar, o que no acumulan una cierta antigüedad en el sistema y dadas las reglas vigentes, los trabajadores que cotizan más o durante más tiempo perciben una pensión proporcionalmente menor con relación a sus cotizaciones.

La política de fortalecimiento del ahorro público se apoyará tanto en la racionalización del gasto corriente como en la consolidación de fuentes de ingresos estables, no inflacionarias. La ampliación del ahorro público deberá contribuir también a alentar la generación del ahorro privado. Los instrumentos naturales para promover el ahorro público son la política tributaria y la política de gastos.

En su etapa actual de desarrollo, México requiere del uso complementario del ahorro externo, el cual debe dirigirse a la inversión productiva más que a la obtención de altos rendimientos de corto plazo, para evitar que el retiro repentino de los capitales del exterior ponga en peligro la estabilidad financiera y el crecimiento económico sostenido.

Según Keynes, el ahorro significa el excedente del ingreso sobre los gastos de consumo.

Según lo mencionado, existe la creencia generalizada entre las personas no especializadas en cuestiones financieras respecto a que habría una relación directa entre variaciones en el nivel de la tasa de interés con los cambios en el nivel de ahorro, lo que afectaría las decisiones de los individuos sobre su consumo presente y, por tanto, sobre la parte de sus ingresos que ahorran en cada período. De ser cierta esta relación cabría esperar que aumentos en la tasa de interés podrían producir un efecto en la misma dirección en los niveles de ahorro. Sin embargo, tanto razones analíticas como estudios empíricos⁹ muestran que no es posible sostener la existencia de una relación definida de este tipo entre el nivel de la tasa de interés y el del ahorro.

Análiticamente se comprueba que si se aumenta la tasa de interés no necesariamente llevará a un incremento del nivel del ahorro agregado, ya que con aquel aumento en la tasa de interés, montos iguales de ahorro producirán mayores ingresos futuros por concepto de interés que lo hubieran generado con una tasa de interés menor. Es decir, si los individuos consideran que el nuevo ingreso por concepto de intereses es suficiente y que se mantendrá en el tiempo, podrían decidir no aumentar su nivel de ahorro e incrementar el consumo con cargo a sus mayores ingresos financieros. O más aún, podrían decidir reducir su ahorro ajustándolo para que un monto menor del mismo les genere iguales ingresos por intereses de los que obtenían antes del incremento de las tasas.

Esta conclusión analítica coincide con resultados obtenidos en diversos estudios empíricos¹⁰ sobre esta relación entre el nivel de la tasa de interés y el nivel de ahorro en distintos países. Conforme a los mismos se concluye que el ahorro agregado es poco elástico en relación con la tasa de interés.

Veamos tres hipótesis principales sobre la determinación del ahorro:

1. La hipótesis del ingreso absoluto. Dice que el ahorro depende de la renta corriente absoluta. Esto significa que estando dada la propensión a consumir, variaciones de la renta corriente al alza o a la baja tendrán como respuesta variaciones del ahorro en la misma dirección. Una contribución importante de esta hipótesis es haber establecido la relación positiva entre las variaciones del ingreso y las del ahorro. Sin embargo, menciones empíricas pusieron en duda que esta asociación entre renta y ahorro sea válida para la renta corriente.

2. Hipótesis del ciclo de la vida. Según la cual las personas planificaban su consumo y ahorro corriente en función de asegurar su consumo en la vejez, dado que en ese período de la vida esperan que sus ingresos se reduzcan con la declinación de su capacidad laboral. Por tanto, durante su juventud desarrollan

⁹ En los estudios empíricos se consideran para esta investigación la del ingreso absoluto, el ciclo de la vida y el del ingreso permanente. Las razones analíticas se consideran las teorías de las expectativas estáticas, expectativas adoptativas y las expectativas racionales.

¹⁰ Teoría Monetaria. Laurence Harris. Capítulo XX

menores niveles de consumo y mayores niveles de ahorro para poder mantener su consumo en el período en que se retiran de la vida económicamente activa.

De esto se desprende que en cada etapa habrá ahorro de los jóvenes y desahorro de los ancianos. Si el ingreso real agregado de una sociedad crece con el aumento de la población y los jóvenes tienen un peso determinante en la pirámide de las edades de la población económicamente activa, cabría esperar un ahorro agregado creciente porque el ahorro de los jóvenes sobrepasará el desahorro de los ancianos ya retirados. Y viceversa.

Sin embargo, la hipótesis del ciclo de la vida ha sido criticada en el sentido de que el nivel de ahorro de las personas a lo largo de su vida no sólo responde al deseo de asegurar el consumo en la vejez, sino que también puede ser resultado de su voluntad de acumular riqueza para trasmitirla a sus herederos. En consecuencia, podría no cumplirse la relación ahorro-desahorro que se establece en esta hipótesis, dejando nuevamente indeterminado el nivel del ahorro.

3. Hipótesis del ingreso permanente. Aquí las personas adecuan su comportamiento de consumo y por lo tanto de ahorro, no sólo en razón del ingreso corriente, sino por el ingreso permanente o de más largo plazo que estiman tendrán en el futuro. Ello hace que en esta hipótesis se asigne un papel relevante a las expectativas de los individuos sobre el futuro en tanto actor explicativo de sus niveles de consumo y ahorro presente, ya que éstos dependerán no sólo de la riqueza y la renta actual sino también de sus estimaciones sobre cual será dicha riqueza y renta en el mediano y largo plazo

Básicamente se presentan tres grandes teorías al respecto. La primera es la de las expectativas estáticas, conforme a la cual los individuos creen que los precios y los salarios actuales se mantendrán en el futuro. La segunda teoría es la de las expectativas adoptativas y según la misma los individuos forman sus expectativas sobre el futuro extrapolando de sus experiencias en acontecimientos del pasado reciente. Por último está la teoría de las expectativas racionales en la que se sostiene que las personas generan sus expectativas sobre el futuro utilizando toda la información de que pueden disponer.

Aquí se abordan en un nivel más amplio y profundo, algunos de los problemas que plantean definir la naturaleza, determinantes y papel de ahorro en las economías de mercado, las vinculaciones de esta categoría con la inversión, la tasa de interés y el dinero, así como el significado del sistema financiero y sus agentes tanto en la formación y asignación del ahorro como en la determinación de las tasas de interés. En disciplina económica estos problemas se responden en el marco de las teorías económicas generales construidas para explicar las leyes que determinan el nivel y composición del producto, el ingreso y el empleo, así como la asignación del producto y la asignación y retribución de los factores productivos.

Al igual que en los problemas tratados anteriormente, no existe una teoría general cuya respuesta a los problemas abordados en este punto sea aceptada de manera universal por los especialistas. Por el contrario, coexisten en la literatura económica varias teorías generales que proponen diversas respuestas a dichos problemas, aunque a veces se contrapongan unas a otras.

Dentro de ello nos interesa en particular las concepciones que han desarrollado dos grandes corrientes del pensamiento, a las que esquematizamos

como el enfoque neoclásico y el enfoque Keynes, cuyas controversias ocupan una parte central del debate económico contemporáneo.

El propósito de esta presentación básicamente se trata de conocer en cada caso como aborda cada uno de estos enfoques la problemática del ahorro, la inversión, la tasa de interés, el dinero, así como la del sistema y los agentes financieros en su relación con la actividad económica.

EL ENFOQUE NEOCLASICO.

Comenzamos la consideración de este enfoque destacando que sus análisis se basan en la concepción general de mercados operando en competencia perfecta, para lo cual se establecen cinco supuestos principales:

- 1) Todos los participantes tienen igual acceso al mercado y ninguno tiene control sobre algún precio.
- 2) La información relevante para las decisiones de oferta y demanda fluye libremente entre los participantes del mercado.
- 3) No hay restricciones para un libre intercambio de valores.
- 4) Cuando los mercados están en equilibrio no hay ofertas ni demandas insatisfechas.
- 5) No hay impuestos que distorsionen los supuestos anteriores.

Si se cumplen esos supuestos, los mercados aseguran la igualación entre la oferta y la demanda mediante la definición de un precio único para todos los participantes en todos y cada uno de los mercados.

Dentro de este encuadre, en el enfoque neoclásico se concibe al ahorro como la parte del ingreso que un individuo decide abstenerse de consumir en el presente para consumirlo en el futuro. Esta conducta se explica en términos económicos porque a cambio de esa abstención en el consumo presente el individuo podrá realizar mayor consumo en el futuro, lo que se mide por la tasa de interés que premia su ahorro. De este modo, desde el punto de vista del ahorro, la tasa de interés resulta el premio que demanda el ahorrador para postergar su consumo. En consecuencia, entre el volumen de ingreso ahorrado y la tasa de interés que se paga por ello habrá una relación directa, ya que el primero aumenta en razón del aumento en la segunda, lo que dará lugar a una curva de ahorro con pendiente positiva.

Por su parte, la demanda de inversión se explica por el hecho de que las empresas tienen necesidad de capital para concretar sus proyectos de inversión, lo que puede ser resuelto tomando dicho capital de los ahorradores, porque este capital utilizado tendrá una cierta productividad que permite a las empresas pagar una tasa de interés por el mismo hasta el punto en que dicha tasa sea igual a la productividad marginal del capital. El monto de capital que demanden las empresas y la tasa de interés que estén dispuestas a pagar por ello guardarán una relación inversa, ya que a mayor tasa de interés se demandará menor cantidad de fondos y viceversa. Esto significa que la relación entre demanda de fondos y tasa de interés dará lugar a una función de inversión con pendiente negativa.

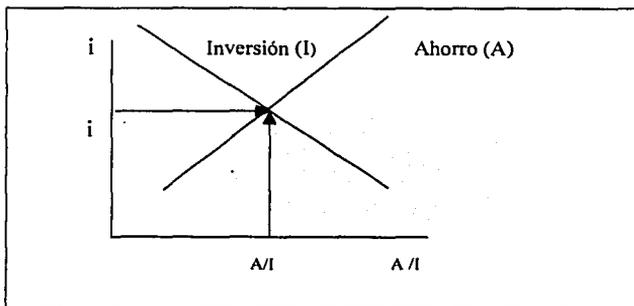
El deseo de los ahorradores de postergar su consumo y las necesidades de recursos para inversión por parte de las empresas deben compatibilizarse, con el fin de asegurar que no queda ingreso sin utilizar a consecuencia de aquel ahorro que la producción realizada con esta inversión no esté por debajo del pleno empleo de los factores debido a una demanda de capital insatisfecha. Analicemos, como se obtienen los recursos a través de los mercados de capital y de dinero.

El mercado de capital es el ámbito económico en el que se logra compatibilizar la tasa de interés solicitada por los oferentes y la que están dispuestos a pagar quienes realizan la demanda. El equilibrio en el mercado de dinero se logra cuando se determina una tasa de interés única y común con la que se asegura que todas las ofertas de ahorro y las demandas de inversión han sido satisfechas. Con esto se resuelve al mismo tiempo el pleno empleo de los recursos productivos y la realización total del producto y el ingreso.

La teoría del mercado de capital puede presentarse usando la gráfica 1.

En el contexto de un análisis de equilibrio parcial, el punto de equilibrio en este mercado se logra por la igualación de la tasa de interés que perciben los ahorradores y la que pagan quien demanda capital. Esto asegura que los primeros obtendrán la máxima utilidad por abstenerse de consumir los recursos que requieren las empresas, mientras que los últimos lograrán su máxima utilidad porque aquella tasa de interés se corresponde con la maximización de la productividad del capital para sus proyectos de inversión

GRÁFICA 1.
Mercado de capital



Dado ese punto de equilibrio, un nivel de demanda de inversión deseado por las empresas que esté a la derecha del nivel de ahorro de equilibrio óptimo sólo se pondría concretar si se produce un ajuste en el nivel de ahorro. El equilibrio se vuelve a restablecer en el siguiente periodo cuando la inversión realizada se adecua a las condiciones del ahorro. El caso contrario se plantea cuando, dado un nivel de equilibrio en el mercado de capitales, los ahorradores deciden incrementar o disminuir su ahorro. Esto provocará una inversión o desinversión no deseada mediante el ajuste de inventarios, y el equilibrio se

restablece en el próximo periodo cuando se ajusta la inversión para adecuarla al nuevo nivel de ahorro en la economía.

En síntesis, puede señalarse que en este enfoque el equilibrio entre ahorro e inversión en el mercado de capitales se resuelve por la determinación de la tasa de interés real, que en ese punto expresa la coincidencia entre las decisiones de consumo intertemporal de los individuos y la productividad marginal del capital, con independencia de las variables monetarias. Sin embargo, la construcción analítica del ahorro y la inversión realizada en este enfoque lleva a una causalidad relevante en la relación entre ambas variables, ya que se concibe que el ahorro determina la inversión, convirtiendo a dicho ahorro en una categoría principal para el desarrollo de la actividad económica.

La operación de este mercado de capital¹¹ no tiene carácter monetario, ya que se cumple a partir de la llamada teoría cuantitativa del dinero, según la cual el dinero tiene carácter neutral para la actividad económica, lo que implica que existe una dicotomía -división en dos partes¹²- entre el campo monetario y no-monetario de dicha actividad. Esto hace que los precios relativos formados en los mercados, incluyendo la tasa de interés defina en el mercado de capital, no tengan carácter monetario, sino que son variables reales cuya expresión monetaria sólo será de carácter nominal.

La demanda de dinero¹³ responde a la necesidad de utilizarlo para las transacciones y por precaución. Los agentes económicos demandan saldos monetarios, pero no lo hacen por razones especulativas sino precautorias y para atender las transacciones. Esto se refleja en el hecho de que no evalúan estos saldos en términos nominales sino en términos reales, es decir, por lo que estos saldos representan en razón de los bienes que se pueden comprar con ellos. Todo esto hace que en teoría la velocidad de circulación del dinero sea estable y en consecuencia la función de demanda de dinero también lo sea.

El mercado de dinero es el ámbito económico en el que se relacionan la demanda y la oferta del mismo. Conforme a lo dicho, la demanda está determinada por el deseo de mantener un cierto nivel de saldos monetarios en términos reales mientras que la oferta representa la cantidad nominal de dinero puesto en circulación por la autoridad monetaria. La interacción entre oferta y demanda de dinero lleva a establecer el nivel de precios en la economía. A pesar de que en esta teoría se concibe que el dinero es neutral respecto a las variables del llamado campo real, la concepción del mercado de dinero que proporcionen le da a dicho dinero un lugar sustantivo en la actividad económica, porque será la cantidad ofertada de este dinero lo que define el de precios, dada la demanda de dinero con las características mencionadas. Las variaciones en la oferta monetaria, incluyendo la tasa de interés, aunque esto no afecte a los precios relativos en términos reales, ya que éstos se determinan en el sistema de mercados por oferta y demanda. Sin embargo, los movimientos en el nivel de precios monetarios provocados por cambios arbitrarios en la oferta de dinero trastocan los equilibrios de corto plazo y provocan perturbaciones que llevan a una asignación ineficiente en los mercados de bienes y de factores. Por lo tanto, en

¹¹ Es aquel en donde negocian títulos de largo plazo.

¹² Una división en monetaria y la otra en una economía de trueque.

¹³ Es aquel donde se negocian títulos de corto plazo generalmente un año

este enfoque se concibe que lo más adecuado es ajustar el crecimiento de la oferta monetaria levemente por debajo del crecimiento del ingreso real de largo plazo.

Dada esa dicotomía entre variables reales y monetarias presente en el enfoque neoclásico, la tasa de interés que se determina por la interacción entre ahorro y la inversión, también tendrá carácter no monetario, ya dicha tasa es un precio que se resuelve con la misma lógica que el conjunto de los precios en la economía. En consecuencia, esto significa que la movilización de aquel ahorro hacia la inversión tampoco tendrá carácter monetario y se cumplirá con independencia del mercado de dinero.

Por esta movilización del ahorro existe el mercado de fondos prestables, donde se realiza la operación financiera por la cual los inversionistas toman prestado el capital de los ahorradores a cambio de pagar una cierta tasa de interés. Para ello los inversionistas, que son el sector deficitario de la economía, emiten bonos de deuda, los que son adquiridos por los ahorradores, que son el sector con una posición superativa de fondos. Este mercado de fondos prestables es un mercado para movilizar el ahorro hacia la inversión, por lo que es posible afirmar que dicho mercado es la expresión financiera real del mercado de capitales¹⁴ y que la tasa bonos que allí se determina equivale a la tasa de interés real que se resuelve por la relación entre ahorro e inversión.

Siendo los superávits y déficits en el flujo de fondos equiparables al ahorro y la inversión, el equilibrio de pleno empleo en el mercado de bonos significa que se igualan aquellos superávits y déficits, y que se vacía el mercado asignado al ahorro a quien lo requiere para inversión, sin que queden saldos excedentarios de ninguno de ellos.

El carácter no monetario de estas relaciones financieras establecidas en el mercado de fondos prestables hace que las mismas sean también independientes de las variables monetarias por un exceso de oferta de dinero por parte de las autoridades.

En este enfoque, el equilibrio en los mercados de bienes de trabajo y de dinero, dentro del cuadro de la dicotomía real-monetaria ya indicada. Conforme a esta lógica, si el mercado de dinero, los otros dos mercados lograrán su equilibrio por la acción de la competencia. Si se produce un desequilibrio en el mercado monetario por cambios en la oferta, opera un mecanismo de ajuste con base en la competencia entre los agentes económicos que conduce a restablecer nuevamente el equilibrio general en los mercados, correspondiente a la situación del pleno empleo de los factores

El carácter real de la tasa de interés y su determinación por la relación entre las decisiones de consumo de los ahorradores y la productividad del capital, hacen que los intentos de influir sobre dicha tasa mediante la política monetaria no tengan efectos positivos en el ahorro. En cambio, un manejo erróneo de la política monetaria puede provocar efectos negativos en el corto plazo, ya que puede generar expectativas equivocadas de demanda en los agentes económicos, que

¹⁴ Por lo que respecta a esta investigación, otro tipo de acciones negociadas en el mercado de capitales son las sociedades de inversión, las cuales son sociedades anónimas especializadas en la administración de inversiones, para la cual reúnen los capitales de numerosas ahorradores y los invierten en beneficios de estos en un conjunto amplio y selecto de valores.

conducirán a provocar desequilibrios en los mercados de bienes y de trabajo. En general, en este enfoque se sostiene que la mejor forma en que la política monetaria puede influir positivamente sobre el ahorro y la inversión es manteniendo la estabilidad del nivel de precios gracias a un control estricto de las variaciones de la oferta monetaria, para que ésta guarde una correspondencia adecuada con la evolución del nivel de ingreso real.

Sobre la base de lo visto, podemos ahora considerar con algún de talle las concepciones que se sostienen en este enfoque sobre las determinaciones con las que operan los distintos agentes del sistema financiero. Comencemos para ello recordando que en los sistemas financieros se pueden establecer dos tipos de relaciones entre prestamistas y prestatarios. Las primeras son las relaciones de deuda directa que se dan cuando prestamistas y prestatarios se vinculan directamente, aunque para ello puedan estar auxiliados por un agente financiero que hace el mercado. Típicamente, éstas son operaciones del mercado de valores en donde ambos establecen relación por medio de corredores de valores. La segunda modalidad de financiamiento son las relaciones de deuda indirecta, en las cuales el prestamista presta sus fondos a un intermediario, y éste por su parte realiza préstamos a un prestatario final. La figura característica de este intermediario es el banco comercial, aunque las aseguradoras y otras instituciones también intermedian fondos del sistema.

Consistente con su concepción del mercado de fondos prestables, en este enfoque se sostiene que un modo óptimo de relación entre prestamista y prestatario es la emisión de deuda directa en los mercados de valores, ya que ello permite que ambos agentes minimicen sus costos de transacción y que obtengan la mayor información para decidir las operaciones. Por lo tanto, el mercado de valores representa el espacio adecuado para que se produzca el flujo de fondos desde los sectores deficitarios en la economía.

En el enfoque neoclásico, la deuda indirecta que se establece por medio de los intermediarios financieros es vista como la alternativa menos eficiente para el financiamiento, debido a los factores friccionales y al carácter costoso y privado de la información, lo que surge de la imperfección de estos mercados de intermediación. Sin embargo, aceptando la existencia de intermediarios como un hecho, se plantea que los mismos deben cumplir dos funciones básicas al servicio de los agentes no financieros, como son las de transacción y las de portafolio.

En relación con las transacciones, los intermediarios deben proveer a los agentes no financieros con un sistema de contabilización de los intercambios, cuya característica central es que no requiere el uso del físico de un medio de cambio tal como el circulante. Esto es consistente con la tesis sostenida en este enfoque respecto a que el dinero no juega un papel fundamental en el sistema económico.

Sin embargo, la función central de los intermediarios financieros debe ser la de actuar como administradores de portafolio¹⁵ emitiendo, por una parte, títulos de deuda al hacer préstamos en los que se interrelacionan distintos montos, plazos y condiciones.

¹⁵ En las sociedades de inversión, el inversionista compra con sus recursos que son captados e invertidos junto con otros inversionistas en una canasta diversificada de instrumentos bursátiles (acciones, warrants, valores gubernamentales, bonos de deuda privado de corto y largo plazo, de cobertura, etc.).

Según este enfoque, para que estos intermediarios financieros contribuyan al equilibrio general de los mercados es necesario que las decisiones financieras que toman los agentes no financieros por medio de estos intermediarios se realice sin control del gobierno y bajo condiciones de competencia perfecta. Es decir, mediante un sistema donde los depositantes o prestamistas demandaran para depositar su dinero que los rendimientos netos de los cargos por servicios de transacciones y manejo de portafolio estén en relación con el riesgo de los préstamos en los intermediarios colocan los fondos captados.

La competencia entre intermediarios financieros asegurará que aquellos servicios de transacciones y de gestión de portafolios se brinden a los menores costos, en función del nivel de riesgo elegido por los depositantes. Al no estar garantizados los depósitos, se entiende que el umbral de las operaciones lo marcará el intermediario que ofrezca depósitos libres de riesgo como contrapartida de quien coloca los fondos en un portafolio también libre de riesgo. El extremo opuesto estarán los intermediarios que ofrecen depósitos con rendimientos especulativos en razón de que colocan los fondos en portafolios de alto riesgo pero con mayor rendimiento.

En síntesis, conforme a lo indicado, la movilización del ahorro hacia la inversión se resuelve bajo la teoría de un mercado de fondos prestables de naturaleza no-monetaria y neutro en lo que hace a la vinculación entre las categorías que se relacionan por este medio. En términos teóricos, esto implica equiparar los montos de ahorro agregado con los montos de ahorro que se movilizan en el mercado de fondos prestables bajo la forma de bonos. En cuanto a las formas específicas de organización financiera consistentes con esta teoría, se propone que las relaciones de deuda directa mediante los mercados de valores resulten las más eficientes. Sin embargo, de utilizarse la intermediación financiera, ésta debe realizarse atendiendo las menores distorsiones en los servicios de transacciones y administración de portafolio que son sus funciones principales.

EL ENFOQUE KEYNES

Este enfoque tiene su origen en la teoría económica desarrollada por

J.M. Keynes, aunque está hoy enriquecido con los aportes posteriores realizados por diversos autores de esta corriente de pensamiento económico durante los debates con los teóricos del enfoque neoclásico, en particular en lo referido a la naturaleza y modos de interacción entre la actividad económica y las variables monetarias y financieras.

Comencemos diciendo que Keynes formuló críticas centrales a diversos aspectos de las teorías que sustentan el enfoque neoclásico, lo que llevó a cuestionar la consistencia lógica de dichas teorías y a invalidar de conjunto la capacidad explicativa de ese enfoque.

Para nuestros fines interesa destacar su crítica referida a la determinación lógica en la teoría de tasa de interés del enfoque neoclásico. Esta crítica surge del hecho de que en dicha teoría se fija la tasa de interés a partir de suponer el ingreso, pero este último varía a consecuencia de los cambios en la demanda de inversión. Sin embargo, con esto se modifica el ahorro, ya que éste depende del nivel de ingreso, y no habiendo elementos para conocer el nuevo nivel de ahorro, también queda indeterminada la tasa de interés. Esto implica que asimismo

quedan indeterminadas las relaciones entre sectores superavitarios y deficitarios que se establecen en el mercado de fondos prestables, ya que de acuerdo con lo que se indicó más arriba, estas últimas –relaciones– son la expresión de aquellas relaciones establecidas en el mercado de capitales. En consecuencia, la crítica a la tasa de interés llevaría a que el conjunto del cuadro analítico presentado en el enfoque neoclásico quede indeterminado.

Como alternativa, Keynes desarrolló una teoría general para explicar la determinación del nivel del producto, el ingreso y el empleo considerando una economía monetaria de producción que funciona normalmente con equilibrios por debajo del pleno empleo. En esta teoría, el ahorro, la inversión, la tasa de interés y el sistema financiero encuentran una conceptualización sustancialmente distinta a la presentada en el enfoque neoclásico.

La economía del enfoque Keynes opera en procesos intertemporales que se cumplen en condiciones de incertidumbre, ya que no es posible conocer con algún grado de certeza los precios de los productos en el futuro. En respuesta a esas condiciones, los agentes económicos establecen contratos mediante los cuales fijan los precios durante un cierto periodo de tiempo. Esto es posible, por una parte, porque los mercados accionan con base en estructuras oligopólicas en las que las empresas establecen el precio de venta mediante un "mark-up" (mercado al alza) y dejan que la producción fluctúe con las variaciones de la demanda a partir de la capacidad instalada ociosa disponible. Por otra parte, hay sindicatos¹⁶ que negocian salarios mediante convenios colectivos de trabajo, lo que frena la flexibilidad de este precio a la baja.

Frente a la incertidumbre sobre la evolución de los precios, el dinero representa un nexo entre el presente y el futuro porque es el único activo perfectamente líquido, lo que permite que los agentes económicos lo utilicen para conservar poder adquisitivo en el tiempo. Esto significa que los contratos deberán establecerse en términos de dinero, con lo cual todas las categorías económicas deben tener carácter dinerario y no habrá una dicotomía entre el campo real y el campo monetario como en el enfoque neoclásico.

Asimismo, esta característica dineraria de la economía hará que los agentes económicos demanden el dinero como un activo, ateniendo a su preferencia por liquidez, lo que se hará en razón de dos motivos distintos.

El primer motivo para demandar dinero surge de la necesidad de utilizarlo para transacciones¹⁷ y por precaución¹⁸, lo que justifica que los agentes económicos mantengan una parte de su poder adquisitivo en forma líquida obtenido a cambio un muy bajo o nulo interés. Este motivo para demandar dinero al que denominamos (M1) depende del nivel de ingreso de los individuos, por lo que es relativamente estable y puede definirse como una función del siguiente tipo:

$$M1 = L1(Y)$$

En donde:

M1= demanda de dinero.

Y= el nivel de ingreso

¹⁶ Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Capítulo II

¹⁷ Es decir, la necesidad de efectivo para operaciones corrientes de cambios personales y de negocios.

¹⁸ Es decir el deseo de seguridad respecto al futuro equivalente en efectivo para cierta parte de recursos totales

L = forma líquida de dinero

El segundo motivo para demandar dinero, se debe al deseo de los agentes económicos por retener su riqueza en forma de dinero, debido a razones especulativas¹⁹ relacionadas con la operación del mercado secundario de bonos. Este motivo de demanda de dinero (M2) se basa en el hecho de que en ese mercado secundario de bonos de renta fija se establece una relación inversa entre la variación de la tasa de interés que paga dicho bono y el precio del mismo. Esto permite que los inversionistas puedan obtener ganancias optando entre retener su riqueza como dinero frente a la posibilidad de hacer una inversión comprando un bono de largo plazo que paga una tasa de interés monetaria. Con ello se da lugar a que en cada momento se presenten dos conductas especulativas características.

Por una parte, estarán los que evalúan que la tasa de interés de los bonos tiende a subir, por lo que esperan que el precio de los bonos tienda a bajar. Por ello deciden mantenerse líquidos hasta que estimen que la tasa de interés está suficientemente alta y que comenzará a bajar marcando al inicio de una tendencia alcista en el precio de los bonos. Sólo en ese momento este tipo de inversionista se desprenderá de su liquidez, comprando bonos para beneficiarse del aumento en el precio de los mismos. Bajo esta lógica, el inversionista mantendrá su posición en bonos hasta que considere que se revertirá la tendencia a la baja de la tasa de interés. En ese punto venderá dichas posiciones para quedar líquido hasta que se presente otro ciclo de compra. Dadas las expectativas con las que actúan estos inversionistas se les caracteriza como bajistas.

En contraste, el otro tipo de especulador creará que la tasa de interés ya está demasiado alta, por lo que debe comenzar a bajar y con lo que el precio de los bonos comenzará a subir. En consecuencia estos inversionistas se desprenden de su liquidez y compran bonos. Estos inversionistas son caracterizados como alcistas.

Normalmente en el mercado de bonos conviven alcistas y bajistas²⁰ y sólo excepcionalmente domina totalmente una u otra expectativa. Sin embargo, cuando predominan los bajistas puede producirse una trampa de liquidez²¹ ya que en este caso todos los inversionistas prefieren quedarse líquidos suponiendo que el precio de los bonos continuará bajando, con lo que provocan una crisis de liquidez en el mercado de bonos por falta de demanda.

El motivo de preferencia por la liquidez²² debido a causas especulativas permite decir que la tasa de interés de bonos de largo plazo es la medida del deseo especulativo que tienen los inversionistas entre conservar su riqueza en forma líquida y la opción de estar en bonos. Esto significa que dicha tasa representa un premio por renunciar a la liquidez y no un premio por abstenerse de

¹⁹ es decir, el propósito de conseguir ganancias por saber mejor que el mercado lo que el futuro traerá consigo

²⁰ Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero. Capítulo XIII

²¹ Cuando la tasa de interés está al bajo nivel de r^0 , el rendimiento de los bonos es insuficiente para compensar su riesgo, de modo que los individuos prefieren mantener su cartera totalmente en forma de dinero y no de bonos esto sucede cuando predominan los bajistas

²² Puede decirse que las tres clases de preferencia por la liquidez son: motivo de transacción, de precaución y motivo de especulación. Todas ellas ligadas con la tasa de interés.

consumir como se presentaba en el enfoque neoclásico. En resumen, este segundo motivo de demanda de dinero estará en función de la tasa de interés de bonos de largo plazo (r), lo que puede representarse como:

$$M2 = L2(r).$$

En donde:

$M2$ = demanda de dinero

$L2$ = liquidez

R = tasa de interés

Esta función tendrá pendiente negativa, ya que con menores tasas de interés habrá mayor demanda de dinero para preferencia por liquidez y viceversa. De conjunto, la demanda de dinero se conformará por la suma del dinero que se demanda para realizar transacciones y por precaución, y el que se demanda por motivos especulativos sobre el futuro de la tasa de interés de los bonos. Esta demanda total puede ser presentada del modo siguiente:

$$M_d = M1 + M2 = L1(Y) + L2(r)$$

La demanda de dinero será inestable debido al carácter especulativo de su componente ($M2$), el que varía de manera diversa dependiendo del balance de las expectativas sobre el futuro de la tasa de interés de los bonos de largo plazo que tengan los alcistas y los bajistas.

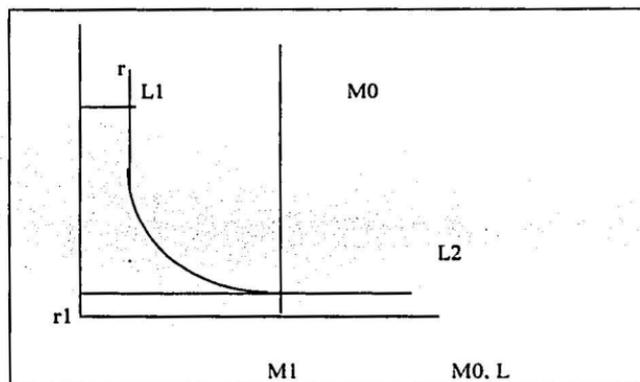
En este enfoque el mercado de dinero es el ámbito económico en que la relación entre demanda y oferta monetaria determina la tasa de interés monetaria. Antes de considerar las condiciones de funcionamiento de este mercado y su significado en las decisiones de inversión de las empresas y en el conjunto de la actividad económica, es necesario analizar primero las características y complejidades que presenta la oferta monetaria.

Para ello digamos que esta economía del dinero es un medio de pago mixto creado por el Banco Central y los bancos comerciales en relación con las decisiones de préstamo y endeudamiento por parte de los agentes económicos. La modalidad básica del dinero es la moneda de curso legal que crea el Banco Central mediante operaciones de crédito contra los agentes económicos públicos y privados o a través de la compra de divisas. Teóricamente, el Banco Central regula las variaciones en la cantidad de dinero en circulación mediante operaciones de mercado abierto, en las cuales el Banco inyecta dinero comprando títulos de la deuda pública en el mercado secundario de bonos y retira circulante mediante la operación inversa. Con estas operaciones del Banco se determina la tasa de interés de los bonos de deuda pública que por su carácter fija el nivel más bajo de las tasas en este mercado de bonos.

La regulación de la cantidad de dinero en circulación por parte del Banco Central, encuentra como limitante la respuesta compleja que pueden dar los agentes económicos con su demanda de dinero. Supuesta la estabilidad del ingreso, el impacto de los cambios en la oferta de moneda del Banco Central dependerá de cómo los agentes económicos decidan distribuir su demanda de dinero entre los motivos de transacción y precaución por un lado y los que responden a razones especulativas por el otro. Esto será función de las cambiantes expectativas de los especuladores sobre la evolución de la tasa de interés conforme se indicó anteriormente. Lo anterior significa que la posición de la

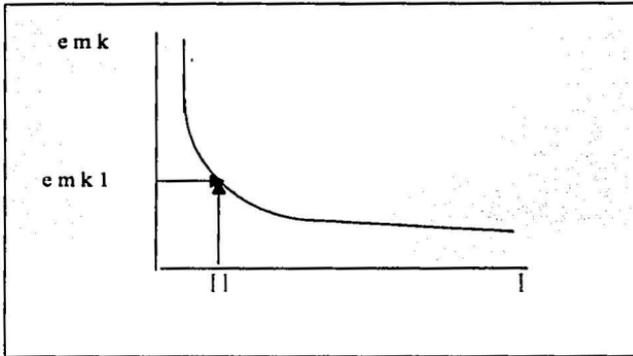
curva L2 en la gráfica 2 será inestable dependiendo de las expectativas de los especuladores, las que al cambiar pueden variar la tasa de interés de los bonos.

GRÁFICA 2.
Mercado de dinero



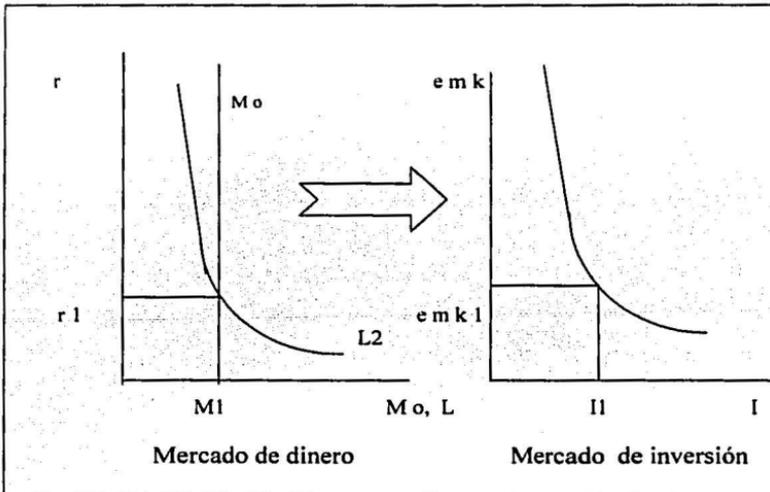
Esos movimientos en la tasa de interés provocados por razones especulativas, tienen implicaciones sobre la actividad económica, ya que afectarán el costo que deben pagar las empresas cuando hacen nuevas emisiones de bonos de deuda de largo plazo para financiar sus posiciones en activos de inversión. Esto es aún más significativo si se considera que la demanda de fondos para inversión por parte de las empresas se basa en la tasa de eficiencia marginal del capital que se aplica a los distintos proyectos, la que se define como la tasa de descuento que iguala la suma de los rendimientos esperados de una inversión con el costo de reposición de los bienes de capital aplicados a la misma. Los proyectos de inversión pueden ordenarse según una curva determinada por el orden decreciente de la eficiencia marginal del capital, y dicha curva tendrá pendiente negativa debido a que hay una relación inversa entre inversión y eficiencia marginal, como puede verse en la gráfica 3.

GRÁFICA 3.
Demanda de inversión



Las decisiones de inversión, se concretarán hasta el punto en que la eficiencia marginal esperada de los proyectos se iguale con la tasa de interés definida en el mercado de dinero en función de la preferencia especulativa por la liquidez, porque ese punto establece el límite para el financiamiento de los activos de capital aplicados en los proyectos de inversión. Esta interrelación entre determinación de la tasa de interés a la que se ofertan los fondos y la determinación de la eficiencia marginal del capital a las que se determinarán los fondos para inversión se presenta la gráfica 4.

GRÁFICA 4.



Esta relación entre mercado de dinero y demanda de inversión determina el nivel de inversión en la economía y con ello el nivel del producto y el empleo. Dada una inversión marginal a consumir se define luego el ingreso, y finalmente el ahorro sólo resulta una categoría residual respecto al ingreso.

La relación entre mercado de dinero, decisiones de inversión y ahorro, que acabamos de considerar, muestra varias cuestiones muy importantes para nuestro tema.

En primer lugar, esa relación confirma que este enfoque presenta una teoría monetaria de la producción donde dinero y actividad económica están integrados y no en una relación dicotómica como en el enfoque Neoclásico. Sin embargo, dicha relación muestra al mismo tiempo las tensiones y fuentes de inestabilidad económica que resultan de la particular forma en que se vinculan el dinero y la inversión productiva. Porque en el mercado de dinero se determina la tasa de interés, que es una variable decisiva para que se establezca el nivel de inversión, pero esta tasa se resuelve por la demanda de liquidez especulativa, que es inherente al mercado de bonos en una economía dineraria, puede generar tensiones que afecten la eficiente asignación de proyectos de inversión. Esto introduce un factor de desequilibrio e inestabilidad en la actividad económica que no es resultado de una imperfección de los mercados, sino de la propia naturaleza monetaria de la producción

En segundo lugar, aun suponiendo que la tasa de interés definida en el mercado de dinero fuera favorable para la inversión, tampoco se asegura con ello una vinculación con la demanda de inversión que lleve a la expansión positiva del producto y el empleo. Pueden modificarse desfavorablemente las expectativas de los empresarios sobre el futuro de la economía, y esto podría afectar la eficiencia marginal del capital hasta imposibilitar la concentración de los proyectos de inversión, todo ello a pesar del favorable nivel de la tasa en el mercado de dinero. Esta incertidumbre en las relaciones entre mercado de dinero y demanda de inversión explica también las limitaciones que tiene la política monetaria para estimular la inversión mediante un descenso en la tasa de interés monetaria, ya que según vimos anteriormente, los movimientos en la oferta monetaria no necesariamente modifican la tasa de interés en la dirección deseada. Pero aun que se logre el éxito con esta medida, es posible que ello no llegue a estimular un aumento en el nivel de la inversión y en consecuencia del producto y el empleo si esta tasa está por encima de la eficiencia marginal del capital para los proyectos disponibles, o si esta última se derrumba precisamente por la percepción negativa de los empresarios sobre la política monetaria que se aplica.

Por último, cabe aquí señalar que este enfoque el hecho de que la economía tenga carácter monetario no dicotómico, así como que la moneda sea una deuda de los agentes monetarios con respecto al resto de los agentes, explica que existan diversas y complejas relaciones entre el ahorro que resulta del ciclo de inversión y la capacidad de financiamiento de dicha inversión por parte del sistema monetario crediticio institucional. Por una parte, el carácter monetario no dicotómico de la economía hace que el ahorro, como la parte residual del ingreso que resulta del proceso de inversión y que no está retenida en los inventarios de bienes, deba tener necesaria mente forma monetaria. Por lo tanto, los agentes

económicos deberán decidir cual parte de esta fracción del ingreso monetario no consumida canalizan al sistema monetario-crediticio institucional, determinando con ello la parte del ingreso que controla dicho sistema y que constituye una base para el financiamiento de la inversión. Sin embargo, dicho financiamiento no estará determinado por aquella captación, ya que los agentes financieros pueden crear bonos y otros títulos de deuda con relativa independencia de la mencionada captación. Por otra parte, se deduce del total de los títulos de deuda monetaria y no monetaria existente en el sistema institucional la parte correspondiente a los títulos de deuda monetaria, el saldo será total de títulos financieros no monetarios que se denomina habitualmente como ahorro financiero, el que sin embargo tampoco guarda ninguna relación necesaria con el ahorro que resulta residualmente del ciclo de inversión.

En consecuencia, en este enfoque tanto la casualidad en la relación entre ahorro e inversión como la vinculación que guarden estas categorías con las de captación y prestamos de moneda y crédito por el sistema institucional son sustancialmente distintas de lo que se concibe en el enfoque Neoclásico.

En el enfoque Neoclásico los superávits y los déficits en el mercado de fondos prestables eran la forma financiera para movilizar el ahorro hacia la inversión, mientras que el mecanismo de la competencia en pleno empleo aseguraba que ofertas y demandas se igualaran y que se vaciara el mercado, supuesta la neutralidad monetaria y que no se retienen saldos monetarios para fines distintos de los de transacción y precaución.

En el enfoque Keynes, dado que la inversión determina el ahorro, ello implica que los superávits y déficits monetario-crediticio en el sistema institucional y las relaciones entre ambos tengan un carácter distinto del que se presentaba en la teoría del mercado de fondos prestables Neoclásico. Porque en este enfoque superávits y déficits financieros no guardan una relación necesaria con el ahorro y la inversión, tanto por la relación de casualidad de la relación entre ambos como porque los agentes económicos pueden retener saldos monetarios ociosos debido a conductas especulativas, así como porque en el sistema pueden generarse títulos financieros que no corresponden a los bienes y activos creados en la actividad económica.

De conjunto resulta que este en este enfoque las particulares relaciones entre el sistema monetario-crediticio y la actividad productiva explican no sólo la posibilidad de equilibrios por debajo de pleno empleo, sino también muestran la existencia de factores que pueden generar situaciones de inestabilidad en el curso de la actividad económica global que, sin embargo, forman parte de las condiciones normales de funcionamiento en las economías monetarias de producción. Esto explica que en este enfoque se destaca la importancia que reviste para el desarrollo financiero, pero también para el conjunto de la evolución económica, el combinar la búsqueda de eficiencia microeconomía por parte de los agentes financieros y el incremento de las masas de dinero disponible para financiar inversión, de largo plazo junto con la implementación de disposiciones regulatorias en los mercados financieros que anticipen y controlen los factores de inestabilidad e incertidumbre mencionados.

De acuerdo con lo ahora expuesto en el aspecto teórico, veamos como funcionan las sociedades de inversión y su manejo en la Bolsa de Valores, siendo entonces un mecanismo que sé esta abriendo a los ahorradores que no tenían

acceso a inversiones bursátiles con la posibilidad de incentivar el ahorro interno en México.

En el mundo se les conoce como fondos de inversión, o simplemente como fondos. En México también, aunque su nombre oficial es de sociedades de inversión. Como se prefiera llamarlos, lo cierto es que son el instrumento más difundido en el ámbito mundial para los pequeños y medianos inversionistas - individuos, empresas y organizaciones- accedan a la inversión bursátil: aquella que se canaliza a los instrumentos financieros del mercado de valores que cotizan en la Bolsa Mexicana de Valores (BMV).

El auge mundial de los fondos y su gran difusión (en México apenas se comienzan a tener conocimiento de ellos) obedece a que -al concentrar los recursos de muchos individuos, empresas y organizaciones- permiten poner al alcance de los pequeños y medianos inversionistas las técnicas y los conocimientos financieros especializados que se caracterizan a la inversión bursátil (*bursa*, del latín significa bolsa).

Asimismo, debido a que los fondos invierten en una canasta diversificada de valores, con objetivos bien definidos de antemano, permiten aminorar el factor de riesgo inherente a la inversión bursátil.

Los individuos, las empresas y otro tipo de organizaciones acuden a la inversión bursátil o en bolsa con el objetivo de diversificar e intentar acrecentar sus recursos. Pueden hacerlo mediante la adquisición selectiva de valores o instrumentos bursátiles (acciones y títulos de deuda), o simplemente a través de comprar acciones de una sociedad de inversión.

Cuando un inversionista compra acciones de una sociedad de inversión, de manera individual y privada, los recursos captados son invertidos - junto con los de otros inversionistas- en una canasta diversificada de instrumentos bursátiles. Cada acción de un fondo de inversión representa en forma proporcional, el valor de mercado del conjunto de los instrumentos en los que esta invertida la sociedad en un momento determinado. En una definición académica, cada acción es la parte alícuota del capital contable de una sociedad de inversión.

Pero, ¿cómo funcionan?. Todo comienza cuando la sociedad operadora de sociedades de inversión sondea las necesidades del mercado y, con base en ellas, indaga si se justifica la existencia de un nuevo fondo, diseña un programa general para su funcionamiento y establece los objetivos y políticas de inversión y de operación en general.

Luego, solicita autorización y realiza los tramites respectivos de registro e inscripción del nuevo fondo ante la CNBV. Una vez recibida la autorización, la sociedad operadora aporta el capital social inicial mínimo del fondo. Reunidos estos requisitos, se hace la colocación de las acciones del nuevo fondo en el mercado de valores, en fondos en donde empiezan a cotizarse.

Si el inversionista decide comprar acciones de dicho fondo, tendrá que acudir con un intermediario distribuidor en particular y abrir el contrato de servicios respectivo. Una vez abierto el contrato, el cliente da una orden de inversión y la sociedad operadora realizará, en su nombre, la compra de acciones del fondo, al precio vigente en el mercado y en el plazo previsto en el prospecto de información. Para ello dispondrá de los recursos que se hayan destinado a la inversión, los cuales deberán estar disponibles y en efectivo en una cuenta bancaria, previamente señalada. Por regla general, la compra de acciones se realiza al

precio del mercado al que haya cerrado ese día la cotización de las acciones del fondo, aunque esto puede variar de intermediario a intermediario. Mes a mes, el cliente recibe un estado de cuenta detallado con todas sus operaciones de compraventa de títulos.

Cotidianamente, la sociedad operadora realiza operaciones de compraventa de los instrumentos de inversión que integran los activos de la cartera del fondo. Cada administrador de sociedad operadora cuenta con capacidades de análisis y estrategias de inversión diferentes, que se distinguen su desempeño del de la competencia. Todas las sociedades operadoras cuentan con áreas de análisis y comités de inversión, en las que soportan sus decisiones de compraventa de valores.

Al término de cada día de operaciones del mercado de valores, se lleva a cabo la valuación de la cartera del fondo de inversión de que se trate y eso es lo que determina el valor de su acción. Mes a mes, la sociedad operadora tiene que dar a conocer un informe público detallado sobre su desempeño y la conformación de su cartera, así como de su calificación de riesgo, en el caso de los fondos de deuda. Adicionalmente, en forma trimestral y anual, las sociedades operadoras de sociedades de inversión están obligadas a dar a conocer sus estados financieros al público inversionista. Ambas son informaciones públicas.

III. Análisis de las Sociedades de Inversión

A. Antecedentes históricos²³.

A finales de la Edad Media, con el nacimiento de los Burgos, que eran pequeños talleres artesanales, los cuales se fueron instalando afuera de los castillos feudales, se va creando una nueva economía, que necesitaba financiamiento debido al nacimiento de la máquina de vapor y por lo tanto de las fábricas.

La palabra burguesa es originaria de esta época, ya que era como se le llamaba al dueño de estos Burgos, eran los nuevos ricos con base en el trabajo, a la caída de los señores feudales.

La necesidad de crecer era mucha pero se tropezaban con el problema de que los préstamos con intereses eran pecado, y por lo tanto estaban rotundamente prohibidos.

Fue entonces que los nuevos industriales buscaron otras formas de financiarse mediante capitales nuevos sin perder el control de sus negocios.

Durante el siglo XVIII se organizaron las primeras administradoras de valores llamadas Administratis Kantooren, y su objetivo era obtener recursos frescos para las empresas de una manera fácil para el inversionista, al invertir variadamente al mismo tiempo. Adquiriendo de manera fraccionada valores mobiliarios (acciones) el inversionista recibía un certificado en donde se determinaba que él mismo era dueño de la parte alícuota de los valores depositados en determinada administradora.

Por iniciativa del rey Guillermo I se crea la Sociedad General de los Países Bajos para favorecer la industria nacional, después de la separación de Bélgica y Holanda en 1932, esta entidad se llamó Sociedad General de Bélgica.

En Escocia se fundó el primer trust de inversión. La creación de estas primeras instituciones se realizó ya de manera legal con base en una estricta diversificación de valores, eran administrados este trust con todo el cuidado tratando de evitar pérdidas.

En Inglaterra, a partir de la caída de Napoleón en 1815, comienza un gran desarrollo industrial, esto requería fuertes inversiones pero había que proteger a los inversionistas, ya que a mediados del siglo XIX comenzaron a ocurrir terribles experiencias financieras. Debido a estas crisis fueron creados los Average Investment Trust, con el propósito de diversificar el riesgo de los inversionistas, dedicándose primero a inversión en obligaciones extranjeras de alta rentabilidad, después poco a poco se fueron incorporando algunas acciones, pero sólo extranjeras.

De acuerdo con un estudio realizado con datos del Diccionario de la UNESCO de Ciencias Sociales, de libro Sociedades de Inversión, de Luis Moyano, otros artículos periodísticos, para 1875 Inglaterra contaba con 20 entidades de inversión colectiva, muchas de ellas no resistieron la crisis económica de 1890,

²³ Fuente : Diario El Financiero 6 de Abril de 2001

pero ello ayudó a sanear las que quedaron y pudieron resistir la Primera Guerra Mundial y la crisis bursátil de 1929.

El Boston Personal Property Trust fue la primera sociedad de inversión en Estados Unidos, fiel copia de los trusts de Inglaterra. Cuenta la leyenda que Robert Flemming, al realizar un viaje a Europa, compra acciones de diferentes empresas por encargo de varios amigos, y a su regreso proporcionó a éstos un certificado que los hacía copropietarios de ese grupo de acciones, ya que no las podía fragmentar.

Realmente estos fondos tuvieron importancia a partir de finalizada la Primera Guerra Mundial, en 1929 muchos fondos cerraron, pero algunos años después volvieron a tomar fuerza, y es el tipo de inversión más común en esta época en Estados Unidos. A diferencia de Inglaterra la inversión es canalizada a empresas del mismo país.

En Canadá, la historia de los fondos es muy similar a la de Estados Unidos, aunque realmente han tomado fuerza a partir de 1950.

En Europa comenzando por Holanda aparecieron las sociedades a partir de 1913, pero de manera más fuerte y con gran desarrollo fue después de la Primera Guerra Mundial cuando los capitales extranjero buscaban inversiones con mayor seguridad, principalmente los alemanes.

No existe una legislación especial para los fondos en este país.

Suiza es el líder entre los países europeos en lo referente a los fondos de inversión. La constitución de estas empresas data desde 1930 de manera formal, ya que las que se tienen registradas anteriores funcionaban como fuentes de financiamiento. Actualmente existen fondos especializados en acciones hasta de un solo país.

Los belgas inician sus sociedades de inversión a partir de 1947, siendo su desarrollo muy importante.

En Asia con Japón los fondos tienen su origen en 1937 con la Fujimoto Securities Investment Association, el fondo fue constituido de acuerdo con las leyes civiles pero fue disuelto en poco tiempo.

En noviembre de 1941 los fondos fueron reinaugurados, ligados a las agencias bursátiles y copiando el modelo inglés.

Actualmente cada sociedad gestora abre mensualmente un trust con vida de cinco años, y al final de cada periodo se liquida o se inicia un nuevo fondo con este mismo plazo.

En América Latina los fondos se constituyen con la facultad de compra continua de acciones mediante las bolsas de valores, sin provocar cambios bruscos en estos mercados.

En algunos países latinos la relación con los fondos norteamericanos es muy estrecha, como en Brasil, Colombia, Argentina y Chile.

En Venezuela la superintendencia de bancos dictó en 1966 una resolución que prohíbe este tipo de sociedades en ese país (por cierto esto no es del todo válido ya que las Aforé tienen sus respectivas Siefore).

En México las sociedades de inversión nacen por decreto presidencial en 1950, pero eran de tipo cerradas y no podían recomprar sus propias acciones ni estar aumentando el capital. Pero no fue sino hasta 1955 que realmente empiezan a operar con la colocación de FIRME (Fondo de Inversiones Rentables

Mexicanas), fondo administrado por grupo Somex, después se colocaron FILMAS (Fondo de inversiones Mexicanas), administradas por Fimsa, del Banco del Atlántico (ya desaparecido al igual que el anterior), y Multifondo de ComerMex, existía un cuarto fondo pero no estaba a disposición del público, era Fondo Banamex.

En el transcurso de los años han sufrido varias modificaciones, con los cambios a la Ley de Sociedades de Inversión de 1975 se pasó de Sociedades Anónimas a Sociedades Anónimas de Capital Variable. Se les autorizó a recomprar temporalmente sus propias acciones.

Hasta 1979 sólo existían cuatro sociedades de inversión en nuestro país, ahora en el año 2001 existen 200.

En enero de 1981, de acuerdo con la circular 1043 de la CNBV las sociedades de inversión sirvieron para promover la inversión en la Bolsa Mexicana de Valores mediante los Ceprofis (Certificados de Promoción Fiscal), que eran inversión que se debería mantener por lo menos durante dos años en las sociedades de inversión, y se podía deducir el 20 % de los impuestos, sólo para personas físicas.

En los cambios de la Ley de 1983 se integra la figura de las sociedades de renta fija, que con el auge de los instrumentos de deuda habían crecido mucho, pero no eran accesibles al pequeño y mediano ahorrador.

Habían nacido ya en 1977 los Cetes (Certificados de la Tesorería de la Federación), las aceptaciones bancarias genéricas (ya no eran específicas de un crédito en particular), además de los instrumentos tradicionales como pagarés y Cedes.

Durante 1992 cambia la nomenclatura de sociedades de inversión de renta fija a sociedades de inversión en instrumentos de deuda, ya que por su naturaleza no se puede garantizar un rendimiento.

En 1985 nacen las sociedades de inversión de capitales, cuyo propósito es financiar a la pequeña y mediana empresa. Y se operan de tres tipos: sociedades de inversión común (renta variable), sociedades de inversión en instrumentos de deuda (renta fija), y sociedades de inversión de capitales (para financiar a la pequeña y mediana empresa).

Los cambios han sido constantes, tanto en la estructura de las carteras como en su operación.

En el 2000 se emitió la circular 12-40 de la CNBV respecto a la nueva figura de la proveedora de precios.

Anteriormente cada administradora valuaba sus sociedades de inversión y establecía, de acuerdo con la reglamentación anterior, precios de instrumentos que conforman su cartera. Después nacieron las valuadoras de sociedades de inversión, en 1993.

A partir del 2000 también existen tres tipos de operadoras de sociedades de inversión: bancaria, las bursátiles y las independientes, la tendencia es que todas sean independientes, como lo eran en un principio (1955-1975 para evitar conflictos de intereses).

Otro de los cambios importantes es la nueva circular emitida en el año 2000 del Banco de México respecto a que las sociedades de inversión pueden invertir libremente en operaciones de reporto, siempre y cuando el papel de inversión no haya sido emitido por su grupo financiero o con quien tengan algún nexo.

En todo el mundo han sido las sociedades de inversión la fuente de financiamiento indirecto más importante de los siglos XIX y XX, ya que es también el más barato, en México ha aumentado su importancia y probablemente veremos más crecimiento en los próximos 10 años.

B. Definición y clasificación.

La legislación define a las sociedades de inversión como aquellas sociedades anónimas que tiene por objeto la adquisición de valores y documentos seleccionados de acuerdo con el criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación de acciones representativas de su capital social entre el público inversionista.

El criterio de diversificación de riesgos consiste, precisamente, en evitar concentrar la inversión en un solo instrumento o tipo de instrumento del mercado de valores.

Antes de invertir en fondos, todo inversionista debe comprender, compartir y analizar al menos seis reglas fundamentales de la llamada cultura del riesgo²⁴.

Regla uno: No hay inversión sin riesgo.

Los objetivos fundamentales de cualquier inversión son proteger e incrementar el capital. Esto, que parece tan obvio, en la práctica de los mercados de valores se vuelve complejo, porque el objetivo de aumentar el capital siempre tiende a contraponerse con el de protegerlo. Por eso es que no existe ninguna inversión (ni financiera, ni productiva) carente de riesgo. Guardar el capital —por poner un ejemplo— atesorando monedas de oro en una bóveda de seguridad, ha sido a lo largo de muchos años una de las opciones aparentemente más seguras para alcanzar el objetivo de la protección. Sin embargo, aún así hay al menos tres riesgos presentes: el de robo, que el precio del oro caiga o no suba al parejo de los demás precios, o que se deje de ganar por no invertir en otras alternativas de rendimiento más atractivas en ese momento, lo anterior, sin considerar que atesorar el dinero en un lugar físico tiene un costo.

El riesgo, entonces, aplica para todas las inversiones: financieras, de negocios, en bienes raíces, en materias primas, por lo tanto es una característica también de las sociedades de inversión.

Regla dos: El riesgo se puede diluir pero no desaparecer.

Ser inversionista implica aceptar que el precio de los instrumentos bursátiles —y por ende de las acciones de los fondos— puede subir o bajar, como resultado del libre juego de la oferta y la demanda. Ello obliga a tener estrategias de inversión diversificadas, según, los diferentes instrumentos de mercado de valores, se muevan al alza o a la baja, con el propósito de diluir el riesgo.

Regla tres: La diversificación diluye el riesgo.

²⁴ Fuente : Sociedades de Inversión. Bolsa Mexicana de Valores

Cada sociedad de inversión, en si misma, aplica en mayor o menor grado una diversificación al establecer una cartera o portafolio integrado por diferentes valores. A su vez, los inversionistas pueden diversificar aún más su inversión canalizando sus recursos hacia varias sociedades de inversión de objetivos y plazos diferentes. Y es que las operadoras de sociedades de inversión establecen familias de diferentes tipos de fondos con el objetivo expreso de intentar lograr una adecuada diversificación que permita al inversionista lograr el mejor de los desempeños posible ante los permanentes e impredecibles altibajos del mercado de valores en general.

Regla cuatro: A mayor riesgo, mayor rendimiento.

Los valores en los que están invertidos los recursos de las sociedades de inversión están sometidos a riesgos intrínsecos (los derivados del desempeño de los emisores de dichos valores) y a riesgos de mercado (las fluctuaciones que se producen como resultado de modificaciones en las tasas de interés, el tipo de cambio, la inflación, el tipo de cambio, la inflación o en las expectativas de los inversionistas). Por ejemplo, en los instrumentos de deuda, un emisor de baja calidad tendrá poca aceptación y, por lo tanto, tendrá que pagar más por los recursos que obtiene en préstamo de parte de los inversionistas. En consecuencia, la tasa a la que podrá colocar su papel deberá ser más alta, lo que entraña un riesgo mayor para quien lo compre. Las sociedades de inversión reconocen esta realidad y diseñan carteras que procuran diversificar el riesgo, pero algunas priorizan el objetivo de seguridad para la inversión, mientras que otros fondos ponen el acento en la obtención de rendimientos.

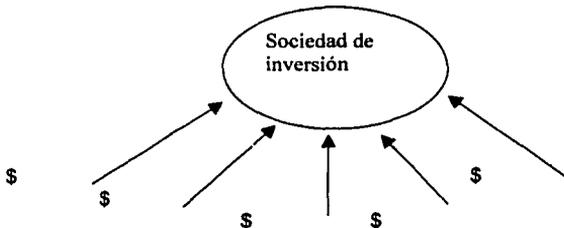
Regla cinco: La tolerancia al riesgo depende de cada inversionista.

No existen recetas de aplicación generalizada. Cada inversionista debe decidir cuál es su capacidad de asumir un riesgo. Existen factores objetivos, como es su capacidad de asumir un riesgo. Existen factores objetivos, como es su tolerancia personal al riesgo. En ese sentido, se pueden recibir consejos y asesoría sobre dónde, cuándo, cómo y con quien invertir, pero la responsabilidad final de tomar el riesgo de invertir, mantener una inversión o desinvertirse, recae exclusivamente en el inversionista.

Regla seis: La asesoría profesional conduce a una toma inteligente de riesgos.

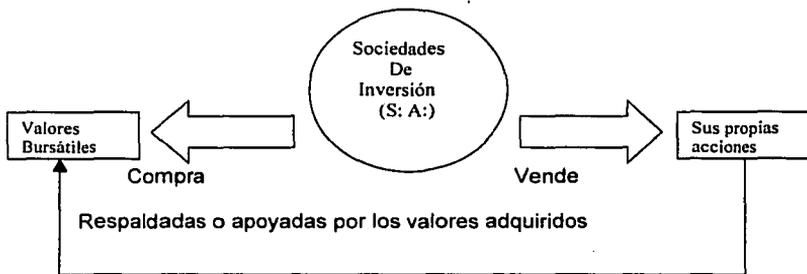
La inversión, en especial la bursátil, no es asunto de corazonadas o golpes de suerte. Nada reemplaza a la información exacta ni al análisis profesional y oportuno. Por eso, antes de invertir, conviene siempre asesorarse y evaluar las diferentes opciones. Conocer otros puntos de vista fortalece nuestros aciertos y permite corregir nuestros errores. Esta es la fórmula más probada de toma de decisiones inteligentes.

En la sociedad de inversión se reúnen los capitales de un gran número de inversionistas (pequeños y medianos), como se esquematiza enseguida.



Pequeños y Medianos inversionistas

Con esos capitales, la sociedad compra valores bursátiles y vende entre el público no esos valores, sino sus propias acciones (ya que es una sociedad anónima), las cuales se encuentran respaldadas por los valores bursátiles adquiridos. Véase el siguiente esquema.



Fuente: Elementos de derecho bancario
Humberto Ruiz Torres

Es importante precisar que esas sociedades deberán operar exclusivamente con valores y documentos inscritos en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios. Como la materia fundamental de venta son las propias acciones de las sociedades de inversión, es necesario valuarlas por cualquiera de los siguientes medios:

- a) Una institución para el depósito de valores (S. D. Indeval);
- b) Personas físicas o morales que integren comités de valuación

- c) Personas morales autorizadas por la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
 d) Instituciones de crédito designadas por las sociedades de inversión.

Interesa tener presente que dichas valuaciones se efectúan todos los días hábiles y son la base para que los inversionistas puedan medir sus rendimientos. Tales valuaciones se publican tanto en el boletín de la Bolsa Mexicana de Valores como en los principales periódicos. Sin embargo, si se busca en la sección financiera de algún diario el rubro de "sociedades de inversión", es probable que no se encuentre con ese nombre y en su lugar se halle el de fondos, debido a que a esas sociedades se les conoce también como fondos, precisamente porque reúnen una cantidad importante de recursos de numerosos inversionistas.

FONDOS DE INVERSION DE RENTA VARIABLE

Variación %

Fondo	Administrador	Precio	En la sesión	En la semana	En el mes	En el año	
ACCIPAT A	CB ACCI	\$65.32500	0.21	0.21	0.35	16.08	
ACCIPAT A	CB ACCI	47.80000	-0.10	-0.10	-0.10	15.81	
BANABUR A	BANAMEX	3.18303	0.11	0.11	0.26	66.81	
BANAFIN A	BANAMEX	2.24947	1.51	1.51	0.19	-0.06	
CREMIRV A	CREMI	8.70134	1.56	1.56	0.60	0.23	

Fuente: Diario Reforma, 9/XI/94.

En el ejemplo que se presenta arriba es posible observar los nombres de los fondos, los precios de las acciones y la evaluación de los rendimientos (positivos o negativos), pero también se advierte una columna relativa al administrador.

Por ejemplo:

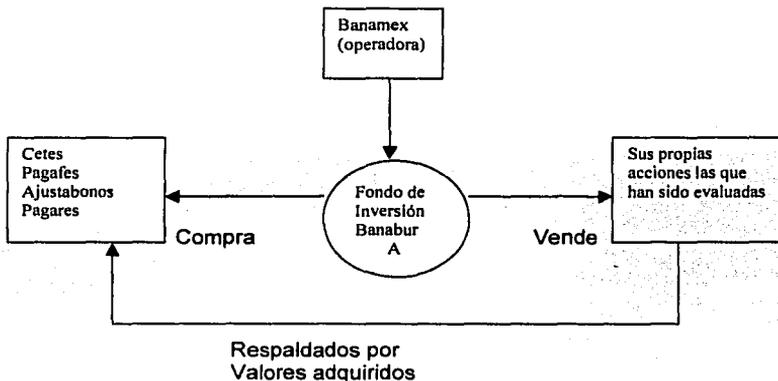
CB ABACO \longrightarrow Esto es Casa de Bolsa Ábaco.

Banamex \longrightarrow Que corresponde a las siglas de conocida institución bancaria

Ello quiere decir que los fondos o sociedades de inversión (aun cuando son sociedades anónimas) no se administran por sí mismos, sino que requieren para ello de sociedades operadoras de sociedades de inversión, las cuales prestan servicios de administración, distribución de acciones y recompra de acciones.

Se pueden crear sociedades anónimas especiales para actuar como operadoras, sin embargo, en México, la mayoría de los fondos son administrados por casa de bolsa, instituciones de crédito y grupos financieros, los que en todo caso necesitan autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.

De este modo, al conjuntar las ideas anteriores se puede entender con facilidad el siguiente esquema:



Fuente: Elementos de Derecho Bancario
Humberto Ruiz Torres.

Las sociedades de inversión tienen por objeto la compra de valores y documentos, seleccionados de acuerdo con un criterio de diversificación de riesgos, con recursos provenientes de la colocación, entre el público inversionista, de las acciones representativas de su capital social.

Las características más relevantes de las sociedades de inversión o fondos son las que enseguida se mencionan:

- a) Deben organizarse como sociedades anónimas de capital variable (S.A. de C.V.).
- b) Tendrán un consejo de administración con un mínimo de cinco consejeros
- c) Habrá un comité de inversiones que tendrá por objeto determinar la estrategia de inversión y la composición de los activos de la sociedad.
- d) Su duración podrá ser indefinida
- e) El capital debe ser variable
- f) El capital fijo estará representado por acciones que sólo podrán transmitirse previa autorización de la Comisión Nacional Bancaria y de Valores.
- g) No están obligadas a constituir la reserva legal establecida en la Ley General de Sociedades Mercantiles.
- h) La escritura constitutiva y estatutos de la sociedad deben ser aprobados por la CNBV.

i) Según el principio de diversificación de capital, salvo en casos excepcionales, ninguna persona física o moral podrá ser propietaria del 10% o más del capital pagado de una sociedad de inversión.

j) El régimen de inversión de las sociedades o fondos se sujetará a criterios de: Diversificación de riesgos. Las sociedades deben invertir en diversos instrumentos bursátiles, pues si invirtieran en uno solo, la baja de precios podría ser altamente lesiva para los socios.

Fomento de actividades prioritarias. Para la economía nacional.

Seguridad. Una consecuencia lógica de la disminución de sus riesgos es dar seguridad a los socios.

Liquidez. La liquidez es la disposición en efectivo que tiene una persona, física o moral, para hacer frente a sus obligaciones a corto plazo, incluso para invertir. En este sentido, las sociedades pueden contar con liquidez al obtener créditos con la garantía de los valores y documentos que obran en su activo.

Rentabilidad atractiva. Una de las grandes ventajas del esquema de las sociedades de inversión es que cuentan (por medio de la sociedad operadora) con una administración profesional de la cartera de inversión respectiva.

k) El propio régimen de inversión a que se refiere el inciso anterior estará sujeto a estas reglas.

El importe total de muebles y útiles de oficina, sumando al valor de los inmuebles necesarios para las oficinas de la sociedad, no excederá del 3% del activo total.

Al menos el 90% del activo total de las sociedades de inversión estará representado por efectivo y valores.

Los gastos de establecimiento, organización y similares no excederán del 3% de la suma del activo total.

l) Por último, algunas prohibiciones establecidas a las sociedades de inversión

Emitir obligaciones

Recibir depósitos de dinero

Adquirir o vender las acciones que emita a un precio distinto al de avalúo.

Hipotecar sus inmuebles.

Obtener prestamos que no tengan por objeto satisfacer sus necesidades de liquidez.

Practicar operaciones activas de crédito, excepto sobre valores, en los términos de la Ley.

Las sociedades de inversión pueden ser:

Sociedades de inversión comunes.

Sociedades de inversión en instrumentos de deuda.

Sociedades de inversión de capitales.

Sociedades de inversión comunes

Este tipo de sociedades de inversión se denominan comunes porque operan con instrumentos tanto de renta fija como de renta variable, ya que incluyen instrumentos de los dos tipos característicos de inversión.

Se suelen considerar instrumentos de renta fija todos aquellos que tienen un rendimiento (renta) y condiciones de pago que, por regla general, son conocidos de antemano, es decir, desde el momento en que se realiza la operación se sabe, en forma genérica, cuánto se va a ganar. Por ejemplo, si Banamex emite aceptaciones bancarias a una tasa de rendimiento de 17.45% (anualizada), a un plazo de 28 días, se está hablando, desde luego, de renta fija:

BANAMEX
Banco Nacional de México

ACEPTACIONES BANCARIAS
\$1,000,000.00

CARACTERISTICAS DE LOS TITULOS

Acceptante:	BANCO NACIONAL DE MEXICO, S.A.
Clave de identificación:	G BANAMEX M-4495
Valor nominal de los títulos:	\$ 1,000.00 o sus múltiplos
Monto:	\$ 1,000,000.00
Fecha de colocación:	11 de noviembre de 1994
Fecha de vencimiento:	09 de diciembre de 1994
Plazo:	28 días
Tasa de descuento:	17.22%
Tasa de rendimiento:	17.45%
Personalidad:	Personas físicas y personas morales
Lugar de pago:	En las oficinas del Deposito el día del vencimiento.
Depositario:	Indeval, S.A. de C.V. instituto para el Deposito de valores (Indeval)

estas aceptaciones fueron colocadas por:
Intermediario colocador

ACCIONES Y VALORES DE MEXICO,
S.A. DE C.V.

Casa de Bolsa
R.F.C: AVM- 760909-UKO

GRUPO FINANCIERO BANAMEX- ACCIVAL

Los títulos objeto de la oferta se encuentran inscritos en la sección de valores del registro Nacional de Valores e Intermediarios. La inscripción en el Registro Nacional de Valores e Intermediarios no implica certificación sobre la bondad del valor o solvencia del emisor.

México, D.F., a 10 de noviembre de 1994. AUT. CNBV: 0225 del 05-01-93

Fuente: Diario "El Financiero" 8/XI/94.

En los valores de renta fija susceptibles de inversión encontramos:

Aceptaciones bancarias

Los Bonos de Desarrollo del Gobierno Federal: Bondes.

Los Bonos de la Tesorería de la Federación: Tesobonos

Los Bonos Ajustables del Gobierno Federal: Ajustabonos

Bonos Bancarios.

Certificados de Tesorería de la Federación

Certificados de Depósitos Bancarios.

Certificados de participación

Obligaciones.

Papel Comercial.

Pagarés con rendimiento liquidable al vencimiento.

Pagarés financieros.

Pagarés a medio plazo.

Por su parte, los instrumentos de renta variable son aquellos en los que no se conoce de antemano el rendimiento que puede obtenerse, incluso el rendimiento puede no existir, ya que puede producirse una pérdida. Este mayor riesgo va aparejado también con la posibilidad de obtener una mayor ganancia. Los instrumentos típicos de renta variable son las acciones.

Si por ejemplo, se realizan operaciones con acciones de Televisa, S.A. DE C.V., es posible saber si hoy reportaron beneficios o pérdidas, pero no se sabe si mañana cotizarán a la alza o la baja.

Por otra parte, la Ley de Sociedades de Inversión establece que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores determinará, mediante disposiciones de carácter general, el régimen de inversión de este tipo de sociedades. En consecuencia, para conocer la composición del activo y los porcentajes en que pueden ser invertidos los activos de las sociedades comunes, habrá que acudir a las circulares de la CNBV, que se publican en el Diario Oficial de la Federación.

Sociedades de inversión en instrumentos de deuda

Las sociedades de este tipo se conocían anteriormente como de renta fija, y en realidad operan con esos instrumentos. Sin embargo, el concepto de renta fija llevó a los inversionistas al equivoco de considerar que los rendimientos eran siempre determinables de antemano e inamovibles, como ocurrió con algunas inversiones realizadas en Ajustabonos. Cabe señalar que en realidad lo "fijo" del rendimiento depende de la calidad de los títulos en los cuales se invierta

Estos títulos, que permiten obtener recursos a las empresas o al Estado, implican la obligación de restituir el monto del préstamo y accesorios generados a favor del acreedor. se habla de los siguientes instrumentos:

Instrumentos de deuda privada —————> Como, por ejemplo, pagarés a medio plazo, por Liverpool México S.A. de C.V.

Instrumentos de deuda pública —————> Como es el caso de Cetes, emitidos por Gobierno Federal

Es de advertirse que estos instrumentos implican una disminución significativa de los riesgos, pues se trata de valores de renta fija.

Sociedades de inversión de capitales

Se trata de fondos que operan con instrumentos de renta variable. Es interesante precisar que en un decreto de 1984 se les denominaban sociedades de inversión de capital de riesgo.

Dado que estas sociedades de inversión operan con acciones de otras sociedades (empresas), deben celebrar con éstas un contrato de promoción. Estas sociedades de inversión ofrecen a los inversionistas la posibilidad de obtener altos rendimientos (y también altas pérdidas), dependiendo de la labor de promoción efectuada.

La calificación de riesgos

Sólo los fondos de deuda están obligados a tener una calificación de riesgo otorgada por una empresa calificadoradora de valores independiente y autorizada.

Una calificación no puede considerarse, de ninguna manera, como una garantía de rendimiento, ni tampoco como una recomendación para comprar, retener o vender un determinado fondo o los títulos que componen su cartera. Simple y sencillamente evalúan el grado de riesgo de pago oportuno o de vulnerabilidad ante la modificación de las tasas de interés y del tipo de cambio que en conjunto tienen los instrumentos de deuda en los que está invertido un fondo y, por lo tanto, del grado de riesgo del fondo en sí.

Existen varias empresas calificadoras de valores en el mercado mexicano. Cada una de ellas tiene su propia escala de calificación, por lo que acordaron establecer una escala homogénea a fin de facilitarle la consulta y la comparación de calificaciones al público inversionista.

Son dos las calificaciones de riesgo que deben mostrar las sociedades de inversión en instrumentos de deuda:

La calidad crediticia evalúa la administración y los activos de la sociedad de inversión. Esta calificación mide cual es la capacidad de que los emisores cumplan oportunamente con su compromiso de pago, y puede ir de sobresaliente a mínima, dependiendo de si es bajo o alto el riesgo de pago del fondo. Conforme a la escala homogénea, esta calificación de riesgo se expresa así:

Sobresaliente	AAA
Alta	AA
Buena	A
Aceptable	BBB
Baja	BB
Mínima	B

El riesgo de mercado indica el grado de sensibilidad del fondo ante modificaciones a las tasas de interés y/o cambios en la paridad cambiaría. La nomenclatura de la escala homogénea para este tipo de riesgo es el siguiente:

Bajo	1
Moderado	2
Alto	3
Muy alto	4

**TESIS CON
FALLA DE ORIGEN**

Inversión mínima en un fondo

En el mercado mexicano, en 1999, la inversión mínima inicial y subsecuente requerida para participar en fondo varía dependiendo de las políticas de cada intermediario bursátil distribuidor de sociedades de inversión.

Para proceder a la apertura de un contrato de servicios, la mayoría de los intermediarios exige al cliente un mínimo de inversión inicial y de mantenimiento subsecuente. Muy pocos son los que aceptan inversiones desde \$ 1,000.00 pesos o menos en adelante. La mayoría establecen montos superiores que van en rangos aproximados de \$10,000.00, \$20,000.00, \$30,000.00, \$50,000.00, \$100,000.00, \$300,000.00, \$500,000.00 y hasta \$1,000,000.00 de pesos.

Una vez abierto el contrato respectivo, algunos intermediarios permiten que la inversión en alguno o varios de los fondos de su familia de sociedades de inversión pueda ir desde el valor de cotización de una sola acción del fondo seleccionado, siempre y cuando se mantenga la inversión mínima en el conjunto de los fondos o portafolio individual.

Sociedades de inversión especializadas (Siefores)

Esta es, una variante de sociedades de inversión de reciente introducción en el mercado mexicano. Difiere sustancialmente de las sociedades de inversión que se han mencionado en tanto que su objetivo central es preservar el valor

adquisitivo de los ahorros para el retiro, cesantía en edad avanzada y vejez de los trabajadores.

Además, las Siefores están normadas por la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro, supervisadas por la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar), y operadas por las llamadas Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores).

Las Siefores también invierten en instrumentos de deuda que cotizan en el mercado de valores, el régimen de inversión de la Siefores está limitado a aquellos emitidos o respaldados por el Gobierno Federal, y a los que, a juicio de que la Consar, satisfacen los requisitos más exigentes en materia de calificación crediticia.

Actualmente, las Siefores deben invertir los recursos provenientes de las subcuentas de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez, así como las aportaciones voluntarias de las cuentas individuales de los Sistemas de Ahorro para el Retiro de acuerdo con el siguiente régimen de inversión:

- a) Inversión máxima en instrumentos de deuda emitidos o avalados por el Gobierno Federal o por títulos del Banco de México.
- b) Porcentaje máximo de inversión en títulos de deuda de los Estados Unidos Mexicanos cotizados en mercados internacionales e inscritos en el mercado mexicano de valores: 10%
- c) Porcentaje máximo de inversión en títulos de deuda emitidos por empresas privadas o por instituciones de crédito: 35%
- d) Porcentaje máximo –dentro del límite permitido en el inciso anterior a las emisiones privadas- de inversión en títulos de instituciones de crédito o entidades financieras: 10%
- f) Porcentaje máximo de inversión de títulos de deuda de un mismo emisor privado: 10%.
- g) Porcentaje máximo de inversión en títulos de deuda emitidos por empresas privadas o instituciones de crédito con los que la Aforé tenga nexos patrimoniales: 5% (10% previa autorización de la Consar).
- h) Porcentaje máximo del activo total que puede ser invertido en títulos emitidos o avalados por empresas relacionadas entre sí: 15%
- i) Porcentaje máximo del activo total de la Siefore que puede estar invertido en una emisión privada: 10%
- j) Porcentaje mínimo del activo total de la Siefore que debe estar invertido en títulos e instrumentos de deuda cuyo plazo por vencer, o la revisión de su tasa de interés, no sea mayor a 183 días: 65%.
- k) Porcentaje de inversión en títulos del Gobierno Federal o del Banco de México, cuyo plazo por vencer no exceda de 90 días: los establecerá cada Siefore previa opinión de la Consar.
- l) Está prohibido invertir en títulos de deuda de instituciones de crédito sujetas a intervención administrativa o gerencial, títulos subordinados de cualquier emisor, obligaciones convertibles en acciones y títulos denominados en moneda extranjera o indizados a la misma, excepto los emitidos por el Gobierno Federal.
- m) La inversión en títulos emitidos por empresas privadas e instituciones de crédito está limitada a aquellos que tengan la mayor calidad crediticia otorgada por una institución calificadora de valores independiente.

TESIS CON FALLA DE ORIGEN

C. Siefores

1) Antecedentes

Observando el ahorro por el lado de las cuentas nacionales, se tiene que el ahorro neto (ingreso nacional disponible menos el consumo) en términos reales durante el lapso 1986 a 1994, presentó movimientos erráticos, ya que se duplica en 1987 con relación a 1986, en 1988 sufre una caída del 17.0% debido a que el consumo creció más que proporcionalmente con respecto al ingreso nacional. Con el paso del tiempo el ingreso se fue deteriorando por la inflación, lo que la clase trabajadora deja de ahorrar un monto mayor de su ingreso destinándolo al consumo.

La única forma que un país pueda crecer realmente sin depender del crédito de otras naciones es fomentando el ahorro interno. En México se comenzó a realizar en el segundo bimestre de 1992 a través de la creación del SAR (Sistema de Ahorro para el Retiro). Con el objeto de facilitar y estimular el ahorro nacional en beneficio del desarrollo económico del país.

¿Pero qué es el SAR? Es Sistema de Ahorro para el Retiro y regulada por las leyes de seguridad social (IMSS, ISSSTE e Infonavit) que prevén que las aportaciones de los trabajadores, patrones y Estado sean manejada a través de cuentas individuales propiedad de los trabajadores, con el fin de acumular saldos, mismos que aplicarán para fines de previsión social (desempleo, habitación, etc.) o para la obtención de pensiones (riesgos de trabajo, invalidez, vida, cesantía y vejez) o como complemento de éstas.

¿Cómo se calcula el SAR e Infonavit?. Se toma el salario diario integrado de cotización multiplicado por el número de días del bimestre a calcular resultando el producto de la operación, que a su vez será multiplicado por el 2% para el SAR y el 5% para el Infonavit. Por ejemplo:
Calculo de Raúl Ramírez López para el primer bimestre de 1992.

Número de seguridad social:	42 87 67 3812 3
Salario diario integrado (1)	\$13.93
Días de cotización (2)	61 días
Resultado (1) x (2)	\$849.73
SAR (2%)	\$ 17.00
Infonavit (5%)	\$ 42.49

Fuente: Elaboración Raúl Ramírez López

El salario diario integrado se forma por la suma del salario diario más los días de vacaciones así como los del aguinaldo.

La parte correspondiente al SAR pasará a la cuenta concentradora, misma que abrirá el Banco de México a favor del IMSS, los fondos del Infonavit pasarán también a la cuenta que el Banco de México abrirá a favor de este instituto. Tales recursos se verán beneficiados con la actualización y rendimiento mínimo que fije

la Secretaría de Hacienda y Crédito Público (SHCP), recibirán un interés del 2 % anual y serán depositados y administrados por los bancos.

Veamos el ejemplo de Raúl Ramírez López de los estados de cuenta emitidos por Banamex hasta el 30 de junio de 1997.

Patrón: Centro Mercantil Llantero, S.A. de C.V.RFC. CML890720-UK2 Folio 54080

Cuentahabiente: Raúl Ramírez López RFC: RARL670707-NV1

Contrato: 92370948012

Número de afiliación: 42876738123

Sucursal/lugar : 65 plaza oriente México D.F.Banco operador: Banamex

Comprobante de aportación al cuentahabiente

Fecha	año/bimestre	concepto	seguro de retiro	fondo de vivienda
15/07/97	97-3	cuota obligatoria SAR	\$85.03	
15/07/97	97-3	aportación obligatoria ln.		\$212.58
Numero de bimestres acumulados en su cuenta:13				13

Estado de cuenta

Resumen movimientos del 02/05/97 al 01/07/97

	Seguro de retiro	fondo de vivienda
Saldo anterior	\$817.44	\$1,721.90
(+)cuotas/aportaciones	\$ 85.03	\$ 212.58
(-)retiros	\$ 0.00	\$ 0.00
(+)intereses	\$ 24.06	\$ 26.32
(-)comisiones	\$ 1.19	\$ 0.00
Saldo actual	\$925.94	\$1,960.80

Rendimientos

Mes	saldo promedio	intereses netos(*)	rendimiento	saldo promedio	interés neto
May 97	\$842.13	\$12.04	\$16.60%	\$1,783.62	\$12.90 8.39 %
Jun. 97	\$914.51	\$11.43	\$14.99%	\$1,947.38	\$13.42 8.26%

(*) interés neto = interés pagado menos comisión por manejo de cuenta

Detalle de movimientos

Fecha	Bimestre	concepto	seguro de retiro	fondo de vivienda
05/23	97-2	cuota obligatoria SAR	\$85.03	
05/23	97-2	aportación obligatoria ln		\$212.58
05/31		intereses SAR	\$12.62	
05/31		intereses Infonavit		\$12.90
06/01		comisiones SAR (mayo **)	\$ 0.58-	
06/30		intereses SAR	\$12.04	
06/30		Intereses Infonavit		\$13.42
07/01		comisiones SAR (junio **)	\$ 0.61-	

(**) 3/8 son comisión por transferencias y compensaciones.

De esta manera operaba el antiguo SAR que comprendió el periodo del segundo bimestre de 1992 al tercer bimestre de 1997.

2) Desarrollo

El 1 de julio de 1997 entró en vigor la nueva ley del seguro social (LSS) y apareció la figura de la Afore.

La Afore significa administradora de fondos para el retiro, y su funcionamiento requirió de la previa autorización de la Comisión Nacional de Ahorro para el Retiro (Consar), ya constituidas y previa selección del trabajador de una Afore, ésta recibiría los recursos del trabajador, los cuales serían individualizados y administrados por una Afore, es decir, la Afore abriría una cuenta individual para cada trabajador y en ésta depositará las cuotas obrero/patronales (además de la aportación estatal) entregadas a favor de cada trabajador, los rendimientos que se generaran, los fondos también incrementarían dicha cuenta.

Ahora bien, la nueva LSS no garantiza a favor de los fondos del trabajador rendimiento alguno, por lo que éste podrá ser mayor o menor, e inclusive no existir. En todo caso, la inversión que haga posible tales rendimientos no los hará directamente la Afore, sino por conducto de las sociedades de inversión especializadas en invertir los fondos de retiro, cesantía y vejez (Siefores).

Como sabemos, los recursos del seguro de retiro, cesantía en edad avanzada y vejez (cuotas obrero/patronales y aportación estatal), serán enterados por la cuenta concentradora del IMSS a las entidades que se encargarán de su administración, las llamadas Administradoras de Fondos para el Retiro (Afores). Con la intervención de las instituciones de crédito liquidadoras y las empresas operadoras de la Base de Datos Nacional del SAR.

La ley señala que las Afores²⁵ son, para decirlo de manera sencilla, instituciones que forman parte del sistema financiero que a cambio de una comisión o pago, intervendrán en el manejo del ahorro de los trabajadores, contribuyendo a satisfacer las necesidades de financiamiento del Gobierno y de las empresas. Ahora bien, estas entidades financieras se crearán ex profeso y exclusivamente para administrar los fondos de retiro, cesantía y vejez, los que no quedarán estáticos en sus arcas, sino que serán movidos hacia operaciones de inversión, precisamente por conducto de las sociedades de inversión especializadas (Siefores) también dedicadas de manera única a operar con recursos del SAR. Llegado el momento en que un trabajador o sus beneficiarios llene los requisitos para una pensión o para hacer retiro parcial de sus fondos por desempleo, o simplemente para retirar la totalidad de sus fondos, la Afore entregará los dineros al trabajador o bien contratará los seguros procedentes ante la institución de seguros seleccionada por el trabajador, es decir, canalizará los recursos de las subcuentas

Por lo tanto, las Afores actuarán como sociedad operadora de las Siefores, éstas a su vez no serán otra cosa que sociedades de inversión con sus características, derivadas de una diferencia esencial con las otras sociedades de

²⁵ Artículo 18, de la nueva LSAR. Concepto Legal

inversión: no invertirán ahorros voluntarios sino forzados de la masa de trabajadores, quienes por lo tanto no podrán retirar sus fondos en cualquier momento (liquidez por recompra de las acciones de la sociedad de inversión especializada, (Siefore), sino sólo podrá realizar retiros en los tiempos y condiciones que fija la LSS

Fuera de lo anterior, las Siefores, como el resto de las sociedades de inversión:

Constituirán un fondo común e importante con los fondos más o menos modestos de los trabajadores.

Invertirán los recursos en una cartera diversificada de valores para disminuir los riesgos.

Los trabajadores recibirán rendimientos, dependiendo del éxito de la inversión y proporción al monto de los fondos invertidos (desde luego, en lugar de rendimientos pueden generarse pérdidas).

Los trabajadores, pequeños inversionistas, podrán contar en su inversión con una gestión profesional, especializada de la sociedad de inversión en coordinación con su Afore o sociedad operadora.

3) Situación actual

El sistema de pensiones de los trabajadores que cotizan al IMSS y que opera desde el 1 de julio de 1997, otorga al trabajador el derecho de elegir una de las trece administradoras de Fondos para el Retiro que actualmente operan en el mercado.

Conforme a la ley de los sistemas de Ahorro para el Retiro, el trabajador tiene un plazo de cuatro años para elegir Afore. El plazo venció el 30 de junio de 2001. Si antes del plazo el trabajador no ha elegido administradora, la Consar le asignará una para la cual observará ciertos criterios. Entre ellos se encuentran la eficiencia y situación financiera de la Afore. En caso de que el trabajador no esté de acuerdo con la Afore asignada podrá tramitar su traspaso en cualquier momento.

Existe el proyecto de reformar y adicionar la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (LSAR). Este proyecto abre la posibilidad de incrementar el número de Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro (Siefores), en atención a las características de los trabajadores que tendrán derecho a abrir una cuenta individual del nuevo sistema de pensiones.

En concreto, esta reforma propone, entre otras cosas, extender los beneficios de los que han sido partícipes los trabajadores comprendidos en el apartado A del artículo 123 de la Constitución Política de los Estados Unidos Mexicanos, o sea, los trabajadores inscritos en el IMSS, extendiendo estos beneficios a otros sectores laborales y ampliando la actual definición del término trabajador, con el fin de incluir a los que están al servicio del Estado, los independientes, y los de las dependencias y entidades públicas de carácter estatal o municipal.

Estos nuevos trabajadores reconocidos en el proyecto de la LSAR, tendrán derecho a una cuenta individual capitalizable abierta en una Administradora de

Fondos para el Retiro (Afore), así como a la inversión de los recursos correspondientes en una Siefore.

Las Siefores invierten los recursos de las cuentas individuales en un fondo, cuyo monto permite a los trabajadores tener acceso a instrumentos que ofrecen atractivos rendimientos, sujetándose permanentemente a estrictos regímenes de inversión ideados con el propósito de minimizar el riesgo al que puedan exponerse los ahorros de los trabajadores mismos.

En atención a las características de los trabajadores que tendrán derecho a abrir una cuenta individual del nuevo sistema de pensiones, las Afore tienen la posibilidad de operar diferentes tipos de sociedades de inversión con distintas composiciones de sus carteras, atendiendo diferentes grados de riesgo, plazos, orígenes y destinos de los recursos invertidos.

Los diferentes tipos de trabajadores que faculta el proyecto de la LSAR para invertir recursos en las Siefore, abren toda posibilidad a las Afore de constituir sociedades de inversión a la medida, acorde con los requerimientos, necesidades y objetivos propios de estos nuevos grupos de trabajadores. Asimismo, se pretende que en el régimen de inversión de las Siefore que así lo ameriten, se establezcan requisitos para los trabajadores, a efecto de evitar que determinados grupos económicos o de edad inviertan en las Siefore que no son propias de ellos. Esta nueva posibilidad permite a las Afore adoptar un régimen de comisiones para cada Siefore que opere, en función de los beneficios que ofrezcan y de sus gastos de operación, asimismo, formular la autorregulación que coadyuve con la Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (Consar) a cumplir con la agilización de los procedimientos de inspección, vigilancia y sanción.

Una adecuación más, es que las Siefore no estarán obligadas a constituir el fondo de reserva a que se refiere el artículo 20 de la Ley General de Sociedades Mercantiles, ya que éste es incompatible con su naturaleza, como contrapartida se fortalece la figura de la reserva especial prevista en la LSAR, destinada a cubrir las minusvalías²⁶ en que llegue a incurrir una Siefore.

Aunado a lo anterior, en el proyecto de la LSAR, se propone que el plazo para el retiro de las aportaciones voluntarias de los nuevos trabajadores, sea igual al establecido actualmente para los trabajadores afiliados al IMSS, de tal manera que todos puedan realizar el retiro de sus aportaciones voluntarias casa seis meses.

Aunque el país cuenta con finanzas públicas sanas y en entorno macroeconómico estable de Julio de 1995 a Diciembre del 2000, la actual coyuntura le es adversa, por ello, el país debe procurar incrementar su tasa de ahorro total, promoviendo la inversión extranjera directa y el fortalecimiento de la tasa de ahorro interno, de ahí el proyecto para captar más trabajadores incorporándolos a las Afore, que a su vez serán canalizados a las Siefores.

²⁶ Disminución de valor

4) Problemática a largo plazo

La función de las Siefores será entonces la de invertir los recursos de los trabajadores en instrumentos financieros, con base en el principio de diversificación del riesgo, por especialistas en la materia, a fin de lograr la inversión más segura dentro de lo posible y el mejor rendimiento. Inversiones que serán a largo plazo²⁷.

Pues bien, con la globalización que estamos viviendo, las Afore no están ajenas a estos cambios, por lo tanto, se analizará cómo afectaran los capitales extranjeros a dichos instrumentos.

La sección IV del Capítulo III de la iniciativa presentada por Ejecutivo, relativa a las filiales de instituciones financieras del exterior, fue suprimida en el texto final de la nueva LSAR.

Esto no significa que se suprima la posibilidad de que el capital extranjero controle 100% del capital de Afores y Siefores. Lo único que implica, es que en lugar de regular tal participación, se deja vagamente en manos de los tratados internacionales (de difícil acceso para la mayoría de la población) y de la SHCP.

Se estima que hubiera significado más seguridad jurídica mantener la sección saneada con disposiciones más nacionalistas, en beneficio de trabajadores y empresas.

Sin embargo, y cada vez que la sección IV contenía disposiciones normales para la operación de filiales y tomando en cuenta que las explicaciones alusivas ayudarán a la mejor comprensión de las disposiciones aplicables (las de la Secretaría de Hacienda y tratados internacionales).

Finalmente, una pregunta: ¿se suprimió la sección IV como exceso de legalidad o como maniobra política para que los no enterados pensarán que el capital extranjero no tendría las puertas abiertas?.

Ventaja. La única ventaja de tal supresión, sería pensar que es prioridad alentar al capital nacional, que así sea. Veamos a continuación la explicación de la LSAR sobre las filiales.

Inversión del capital extranjero

En cuanto a este punto, además de la adquisición de las acciones serie B de las Afores normales, la nueva LSAR permite el establecimiento de Afores y Siefores totalmente controladas por extranjeros bajo la forma de Afores y Siefores filiales²⁸.

Afore filial. Lo será aquella en cuyo capital social participe una institución financiera del exterior o sucursal de institución financiera.

Siefore filial. Aquella en cuyo capital participe una Afore filial, es decir, es una Siefore respecto de la cual participa como sociedad operadora una Afore filial.

Institución financiera del exterior. Es la entidad financiera constituida en un país con el que México haya celebrado un tratado o acuerdo internacional en virtud del

²⁷ Artículos 30 y 43 de la nueva LSAR

²⁸ Artículos 54 a 59 de la nueva ley LSAR

cual se permita el establecimiento en territorio nacional de filiales. Ejemplo: Estados Unidos, Chile, etc.²⁹

Institución financiera filial. es la sociedad mexicana autorizada para constituirse y operar como sociedad controladora filial, institución de crédito filial, institución de seguros filial o casa de bolsa filial.

La plena comprensión del concepto legal de institución financiera filial requiere la explicación de lo que es una agrupación financiera y la llamada sociedad controladora.

Agrupación financiera. Es aquella que esta integrada por una sociedad controladora y por lo menos dos tipos de las entidades financieras siguientes³⁰:

Instituciones de banca múltiple (bancos)
Casas de bolsa
Instituciones de seguros.

Además podrán formar parte de estas agrupaciones: Afores, sociedades operadoras de sociedades de inversión, instituciones de fianzas, casas de cambio, almacenes generales de depósito (guardan bienes o mercancías y expiden títulos/valor con respaldo en tales mercancías), arrendadoras financieras (concede bienes en uso temporal de manera que al cumplir el plazo pactado el arrendatario puede comprar el bien a un precio más bajo que el de mercado), empresas de factoraje financiero (contrato por el cual éstas adquieren derecho a proveeduría de bienes, servicios o ambos).

*Sociedad controladora*³¹. Es aquella que controla (51 % o más de acciones) las asambleas generales de accionistas y el órgano de administración de todos los integrantes de la agrupación financiera, ejemplo: Banamex-Accival, S.A. de C.V., mismo que se integra por diversas empresas financieras: Acciones y Valores de México, Banco Nacional de México, Arrendadora Banamex, Factoraje Banamex, Aseguradora Banamex Aegon, Casa de cambio Euromex, Servicios Corporativos Banci, impulsora de Fondos y Servifindos.

Afores y Siefores filiales. Para decirlo de manera sencilla, serán propiedad en su totalidad de capital extranjero, mediante la participación en su capital (directamente en Afores, indirectamente en Siefores), de instituciones financieras extranjeras que aquí vendrán a constituir sus Afores y Siefores, o que se valdrán de las filiales o sus establecimientos que ya funcionen en México para constituirse. *Institución financiera*³². Las entidades que intervienen en el sistema financiero, contactando inversionistas y demandantes de recursos (bancos, instituciones de seguros y fianzas, y entidades bursátiles como casas de bolsa y sociedades de inversión).

Estas disposiciones pretenden darle vuelta a la absoluta prohibición que contiene la nueva LSS (que entró en vigor el 1 de Julio de 1997) para invertir en el extranjero y aún cuando la Ley de Sociedades de Inversión contiene normas

²⁹ Artículos 6 y 7 de la nueva ley LSAR

³⁰ Artículo 54, Fracción II LSAR

³¹ Artículos 6 y 7 de la LSAR para regular las Agrupaciones Financieras

³² Artículos 6 y 7 de la LSAR para regular las Agrupaciones Financieras

similares respecto a las sociedades de inversión no especializadas, no hay que olvidar que las Afores no administran cualesquier recurso sino la masa gigantesca y forzada de ahorro del pueblo de México para su protección y sobrevivencia, por lo que tanto por seguridad en su manejo, como por defensa de nuestra soberanía nacional, incluso pensando en los empresarios mexicanos, debe impedirse que las Afores y por lo tanto las Siefores, queden en manos de capital extranjero.

IV Perspectivas de las sociedades de inversión

A. corto plazo

La nueva Ley de Sociedades de inversión, recientemente aprobada por el Jefe del Ejecutivo y que rige a partir del segundo semestre del 2001, incorpora la figura de distribuidor de sociedades de inversión y autoriza para actuar como tal, además de los bancos y las casas de bolsa, a las casas de cambio, aseguradoras, entre otras entidades.

Entre los principales aspectos que señalan en la nueva ley se encuentran las siguientes:

Sociedades de Inversión Abiertas: aquellas que tienen la obligación, en los términos de esta Ley y de sus Prospectos de Información al Público Inversionista, de recomprar las acciones representativas de su capital social o de amortizarlas con activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que conforme a los supuestos previstos en los citados prospectos, se suspenda en forma extraordinaria y temporal dicha recompra, y.

Sociedades de Inversión Cerradas: aquellas que tienen prohibido recomprar las acciones representativas de su capital social y amortizar acciones con activos objeto de inversión integrantes de su patrimonio, a menos que sus acciones se coticen en una bolsa de valores, supuesto en el cual se ajustarán en la recompra de acciones propias a lo establecido en la Ley de Mercado de Valores.

La Comisión Nacional Bancaria y de Valores podrá establecer, mediante disposiciones de carácter general, clasificaciones de sociedades de inversión, atendiendo a criterios de diversificación, especialización y triplicación de régimen de inversión respectivo.

El Consejo de Administración estará integrado por un mínimo de cinco y un máximo de 15 consejeros propietarios, de los cuales cuando menos 33% deberán ser independientes. Por cada consejero propietario se designará a su respectivo suplente, en el entendido de que los consejeros suplentes de los consejeros independientes, deberán tener este mismo carácter. Sólo podrá revocarse el nombramiento de los consejeros independientes, cuando se revoque igualmente el nombramiento de todos los demás consejeros.

Los consejeros independientes de las sociedades de inversión deberán ser personas que seleccionadas por experiencia, capacidad y prestigio profesional, reúnan los requisitos que para consejeros independientes de sociedades emisoras de valores inscritos en el Registro Nacional de Valores define la Ley del Mercado de Valores.

El Consejo de Administración además de cumplir con las obligaciones que le señalan ésta y otras leyes, deberá aprobar por mayoría de votos, siempre que se cuente adicionalmente con el voto favorable de la mayoría de los consejeros independientes y el manual de conducta a que se sujetarán las sociedades de inversión.

La contratación de personas que presten a la sociedad de inversión los servicios a que se refiere esta ley, evaluando, por lo menos anualmente, el desempeño de tales personas, notificando de dicha circunstancia a sus

accionistas a través de los medios de comunicación que se hubieren contemplado en el prospecto de información al público inversionista.

Los consejeros independientes también tendrán la responsabilidad de establecer las normas para prevenir y evitar conflictos de intereses, como son entre otros:

Operaciones con personas que mantengan nexos patrimoniales, de responsabilidad o de parentesco, con accionistas del capital fijo o miembros del consejo de la sociedad de inversión o con los consejeros, o con los accionistas de la sociedad operadora que le preste servicios o con los de la sociedad controladora del grupo financiero y entidades financieras integrantes del grupo al que, en su caso, pertenezca la sociedad operadora.

Establecer las políticas de inversión y operación de las sociedades de inversión así como revisarlas cada vez que se reúna.

Dictar las medidas que se requieran para que se observe debidamente lo señalado en el Prospecto de Información al Público Inversionista.

Analizar y evaluar el resultado de la gestión de la sociedad de inversión, y sesionar por lo menos cada tres meses y en forma extraordinaria, cuando sea convocado por el presidente del consejo, al menos 25% de los consejeros, o cualquiera de los comisarios de la sociedad de inversión. Para la celebración de las sesiones ordinarias y extraordinarias del consejo de administración se deberá contar con la asistencia de cuando menos 51% de los consejeros, de los cuales por lo menos uno deberá ser independiente. El presidente del Consejo de Administración de la sociedad de inversión tendrá voto de calidad en caso de empate.

Las sociedades de inversión, a través de sus consejos de Administración, establecerán límites máximos de tendencia accionaria por inversionista y determinarán políticas para que las personas que se ajusten a las mismas, adquieran temporalmente porcentajes superiores a tales límites, debiendo esto contenerse en sus Prospectos de Información al Público inversionista.

Las sociedades operadoras o las personas que presten servicios de acciones de sociedades de inversión, deberán implementar por cuenta de éstas, mecanismos que permitan a sus accionistas, contar con información oportuna relativa al porcentaje de su tenencia accionaria.

Las sociedades de inversión deberán obtener una calificación otorgada por alguna institución calificadoras de valores, que refleje los riesgos que los activos integrantes de su patrimonio y de las operaciones que realicen, así como la calidad de su administración, cuando así lo determine la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, mediante disposiciones de carácter general, en las que también señalará la periodicidad con que ésta se llevará a cabo, así como términos y condiciones en que dicha información deberá ser difundida.

Cada sociedad de inversión determinará sus políticas de selección de activos objeto de inversión de acuerdo con su régimen de inversión, las disposiciones legales y administrativas aplicables y en concordancia con su Prospecto de información al Público inversionista.

El régimen de inversión de las sociedades de inversión, deberá observar los lineamientos siguientes, sin perjuicio de las disposiciones aplicables según el tipo, modalidad o clasificación que le corresponda:

Por lo menos 96% de su activo total deberá estar representado por activos objeto de inversión incluyendo las cuentas por cobrar derivadas de operaciones de venta de activos al contado que no les hayan sido liquidadas y los intereses devengados acumulados no cobrados sobre los activos integrantes de la cartera, y Hasta 4% de la suma del activo total, en gastos de instalación, mobiliario y equipo.

En casos excepcionales, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores podrá autorizar variaciones a los límites previstos en este artículo, considerando el tipo de sociedad de inversión, el monto del capital constitutivo y las condiciones de la plaza en que se ubique el domicilio social.

Cuando una sociedad de inversión haya adquirido algún activo objeto de inversión dentro de los porcentajes mínimo y máximo que le sean aplicables, pero que con motivo de variaciones en los precios de los mismos o, en su caso, por compras o ventas significativas e inusuales de acciones representativas de su capital pagado, no cubra o exceda de tales porcentajes, deberá ajustarse a las disposiciones de carácter general que para tal efecto expida la Comisión Nacional Bancaria y de Valores, a fin de regularizar su situación.

Sociedades de Inversión de renta variable

Las sociedades de inversión de renta variable operarán con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a acciones, obligaciones y demás valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero en los términos del artículo siguiente, a los cuales se les designará para efectos de este capítulo como valores.

Las inversiones que realicen las sociedades de este tipo, se sujetarán al régimen que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establezca mediante disposiciones de carácter general y que deberán considerar, entre otros:

El porcentaje máximo del activo total de la sociedad que podrá invertirse en valores de un mismo emisor.

El porcentaje máximo de valores de un mismo emisor que podrá ser adquirido por una sociedad de inversión

El porcentaje mínimo del activo total de la sociedad que deberá invertirse en valores y operaciones cuyo plazo por vencer no sea superior a tres meses, y.

El porcentaje mínimo del activo total de la sociedad que deberá invertirse en acciones y otros títulos o documentos de renta variable.

Al expedir las disposiciones a que se refiere este artículo, la

Comisión podrá establecer regimenes diferentes, atendiendo a las políticas de inversión, liquidez, selección y, en su caso, diversificación o especialización de activos, así como prever la inversión en otros valores, bienes, derechos, títulos de crédito, documentos, contratos, depósitos de dinero y demás cosas objeto de comercio.

Sociedades de Inversión en Instrumentos de deuda

Las sociedades de inversión en instrumentos de deuda operarán exclusivamente con activos objeto de inversión cuya naturaleza corresponda a

valores, títulos o documentos representativos de una deuda a cargo de un tercero, a los cuales se les designará para efectos de este capítulo como valores.

Las inversiones que realicen las sociedades de este tipo, se sujetarán al régimen que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establezca mediante disposiciones de carácter general y que deberán considerar, entre otros:

El porcentaje máximo del activo total de la sociedad que podrá invertirse en valores de un mismo emisor.

El porcentaje máximo de valores de un mismo emisor que podrá ser adquirido por una sociedad de inversión, y.

El porcentaje mínimo del activo total de la sociedad que deberá invertirse en valores y operaciones cuyo plazo por vencer, no sea superior a tres meses.

Al expedir las disposiciones a que se refiere, este artículo, la Comisión Nacional Bancaria y de Valores podrá establecer regímenes diferentes, atendiendo a las políticas de inversión, liquidez, selección y, en su caso, diversificación o especialización de activos, así como prever la inversión en otros valores, bienes, derechos, títulos de crédito, documentos, contratos, depósitos de dinero y demás cosas objeto de comercio.

Sociedades de Inversión de Capitales

Las sociedades de inversión de capitales operarán preponderantemente con activos objeto e inversión cuya naturaleza corresponda a acciones o partes sociales, obligaciones y bonos a cargo de empresas que promueva la propia sociedad de inversión y que requieran recursos a mediano y largo plazo

Las inversiones que realicen las sociedades de este tipo, se sujetaran al régimen que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establezca mediante disposiciones de carácter general, y que deberán considerar, entre otros:

Las características genéricas de las empresas en que podrá invertirse el activo total de las sociedades de inversión, a las que se conocerá como empresas promovidas;

El porcentaje máximo del activo total de las sociedades de inversión que podrá invertirse en acciones o partes sociales de una misma empresa promovida;

El porcentaje máximo del activo total de las sociedades de inversión que podrá invertirse en obligaciones y bonos emitidos por una o varias empresas promovidas, y

El porcentaje máximo del activo total de las sociedades de inversión que podrá invertirse en acciones emitidas por empresas que fueron promovidas dichas sociedades de inversión.

Las sociedades de inversión de capitales celebrarán con cada una de las Empresas promovidas, un contrato de promoción que tendrá por objeto la estipulación de las condiciones a las que se sujetará la inversión y deberá reunir los requisitos mínimos que la Comisión Nacional Bancaria y de Valores establezca mediante disposiciones de carácter general.

La citada Comisión podrá objetar los términos y condiciones de los contratos promoción a que se refiere el párrafo anterior, en caso de que no reúnan

los requisitos mínimos que la misma establezca, así como ordenar se realicen las modificaciones que estime pertinentes.

Las empresas promovidas por sociedades de inversión de capitales estarán obligadas a proporcionar a la Comisión la información que al efecto les solicite, debiendo contemplarse dicha obligación en los contratos de promoción respectivos.

Distribución

Las sociedades distribuidoras de acciones de sociedades de inversión podrán celebrar contratos con personas físicas y morales que cuenten con personas físicas que las auxilien en el desempeño de sus actividades, siempre que éstas acrediten cumplir con lo dispuesto en el artículo 35 de esta Ley. En ningún caso, la distribución de acciones de sociedades de inversión podrá efectuarse a precio actualizado de valuación que sea aplicable para el día en que se celebren las operaciones de compra o venta.

B. A largo plazo (Siefores)

Como es sabido, el 11 de octubre de 1996, entró en vigor el Reglamento de la Ley de los Sistemas de Ahorro para el Retiro (RLSAR), así como reglas y circulares relacionadas. Que a la letra dice:³³

De conformidad con la nueva Ley del Seguro Social (LSS), misma que entro en vigor el 1 de Julio de 1997 (decreto de reformas DOF del 21 de Noviembre de 1996 y artículos 175 y 14º. al 17º. transitorios), las Afores serán las únicas encargadas de individualizar y administrar los recursos de las cuentas individuales para el retiro, por lo que las instituciones de crédito operadas de cuentas del SAR debían, a partir del 1 de Julio de 1997, abstenerse de abrir cuentas individuales, debiendo como complemento transferir los fondos del SAR a las Afores.

Sorpresivamente y contrariando las disposiciones legales aludidas, la nueva LSAR en sus artículos 3º. , Fracciones V y IX; 5º. , Fracciones II, VII y XII, 99., 109; 10º. , y 14º. Transitorios, por citar algunos, claramente establece que las instituciones de crédito podrán continuar con el manejo de las cuentas individuales, por lo que sólo por su deseo salir como participaciones de los Sistemas de Ahorro para el Retiro. Lo anterior es ilegal, inconstitucional e inadecuado; lo primero porque una ley de menor rango como lo es la nueva LSAR, no puede oponerse a una ley superior a la que sólo reglamenta, como es la nueva LSS; lo segundo, porque los bancos no sean distinguido precisamente por su eficiencia en el manejo del SAR. Aun cuando en los hechos, la intervención de los bancos no implica un cambio de esencia, pues serán éstos quienes al final se queden con las Afores y Siefores, por lo que la regulación de la nueva LSAR debe entenderse como un régimen en transito: los bancos siguen hasta que constituyan sus Afores.

Ahora veamos los capitales extranjeros o instituciones extranjeras, que han sido maquilladas jurídicamente, se les ha hecho partícipes de la orgía financiera

³³ Ley del Seguro Social

TESIS CON
FALLA DE ORIGEN

que se avecina,³⁴ lo que por una parte es una violación indirecta de la prohibición que se consagra la nueva LSS sobre que no deben invertirse los recursos del SAR en el extranjero, pero ante todo es una violación al deber del gobierno de velar por la soberanía nacional, pues dar intervención a los extranjeros en el manejo de la masa amplísima de recursos (de 50 a 60 % del PIB en tan sólo 30 años) que acumulara el SAR, es entregar a los intereses extranjeros una palanca decisiva de nuestro desarrollo y luego de nuestra soberanía

Por lo que respecta a este Gobierno, maneja muchos argumentos, más bien pretextos, para tal diferimiento, las razones de fondo son: crisis financieras, ya que por el momento no desembolsará su onerosa participación de I marco de la nueva LSS y, por otro lado, seguirá contando de manera amplia con los fondos del "antiguo" SAR; segundo, concretizar un férreo control, más que fiscal, político, sobre la población, vía la clave única de registro de población; incluso se piensa en la dificultad del gobierno para restituir los fondos del anterior SAR.³⁵ Esto sin importar a los responsables de tal diferimiento la confusión y vacío de poder que esto provoca, sin ni siquiera interesarles los millonarios perjuicios económicos que esto acarrea a algunos sectores empresariales, incluidos los grupos financieros que están impulsando las Afores y Siefores.

Con la firma del Tratado de Libre Comercio (TLC), con Estados Unidos y Canadá, existe una parte donde se menciona que en determinado tiempo México deberá manejar tasas de inflación similares al 3% anual a partir del año de 2003.

Partiendo de las bajas tasas de inflación, tenderán a bajar las tasas de interés pasivo la que se involucra en pago de rendimientos por el concepto de ahorro, pues bien esto impactará de manera negativa en la operación de las Afores. Este hecho normal, pone en peligro la viabilidad financiera de las pensiones de los trabajadores mexicanos. Las Afores surgen como encargadas de administrar el ahorro forzado de los trabajadores mexicanos cuando la reforma al IMSS de 1997 sustituyó el sistema solidario de pensiones por uno de capitalización de cuentas individualizadas. La reforma a la mayor institución de seguridad social de Latinoamérica, aparentemente tenía como objetivo pensiones dignas. A pocos años de distancia se confirma que el objetivo no se puede cumplir, condenando a 26 millones 471 mil 301 de trabajadores mexicanos a una situación indigna en su retiro.³⁶

La exposición de motivos de la reforma al IMSS de 1997 revelaba que en realidad fue el principal motivo para haber sustituido al sistema solidario de pensiones por uno de cuentas individualizadas: Para mejorar el aspecto de las cuentas nacionales mediante el aumento en el ahorro nacional que se registraría con esa medida.

³⁴ La rentabilidad de las Afores son significativas ya que en el año 2000 ganaron en conjunto 2321.6 millones de pesos, un a cifra que se compara favorablemente con 1816.6 millones que obtuvieron en 1999. Y más todavía con los 123 millones que se ganaron en 1998 y los 2213.3 millones de pesos que perdieron en el arranque de Julio 1997.

³⁵ El Gobierno Federal ha absorbido casi en su totalidad los 266 mil 869.3 millones de pesos, producto del ahorro de los más de 26 millones de trabajadores, con objeto de financiar la mayoría de los 35 mil millones de pesos que se destinan año tras año al IPAB.

³⁶ Afiliación y vigencia del IMSS

De esta manera, y basados en un modelo y argumentos teóricos que recientemente han sido clasificados por analistas del Banco Mundial como mitos, la reforma puso en manos de los débiles grupos financieros mexicanos, todos ellos beneficiarios del Fobaproa, al ahorro de la mayoría de los trabajadores nacionales. Las Afores recibieron recursos frescos de los trabajadores que actualmente ya suman 8% del PIB.- esto es 444 mil 134 millones de pesos³⁷- Se estima que estos negocios, ahora en manos de extranjeros, acumularán dentro de 20 años el equivalente a la mitad del producto nacional. Así, la reforma al IMSS sirvió para concentrar aún más la riqueza de México, pero nunca para mejorar la seguridad social.

Las consecuencias negativas, previsibles y oportunamente ya mencionadas de estas decisiones, están a la vista. La subestimación realizada para calcular el costo fiscal de los trabajadores en transición -aquellos que tenían derechos adquiridos hasta antes de julio de 1997- ha provocado que el IMSS necesite recursos presupuestales crecientes.

Para el año 2001 se necesitará el equivalente a 1.2% del PIB y se estima que para el 2039 este monto alcanzará 5% del PIB. Según estimaciones de BBVA-Bancomer el costo total en valor presente de esta medida podría llegar al 51% del PIB actual.

Por otro lado, los trabajadores mexicanos son sujetos cautivos de las Afores abandonados por nuestros legisladores, ya que los trabajadores estarán sujetos a cobros desproporcionados por parte de éstas y condenados a asumir todo el riesgo que el sistema lleva consigo, desde quebrantos por el mercado, hasta malos manejos, crisis y fraudes a la usanza del Fobaproa.

Elemento esencial para su supervivencia es impedir que el trabajador pueda cambiar de Afore, evidenciando la farsa oficial de la libertad de elección y movilidad del trabajador a partir de la información del comportamiento de sus inversiones. La plusvalía pagada en la compra de Afores tiene como único origen el cautiverio de los trabajadores.

Gracias a las elevadas tasas de interés registradas en los últimos cinco años, las Afores pudieron ofrecer a los trabajadores un rendimiento real de aproximadamente 12%. Aún con esta tasa de interés sostenida durante el período, descontadas las generosas comisiones autocobradas por los dueños, un trabajador después de cotizar por más de 45 años, no alcanzaría un monto similar al de su último salario. Ahora que las tasas de interés fluctúan en alrededor de 10% y suponiendo una inflación de 6 %, nos lleva a que la tasa real después de comisiones- ver tabla de comisiones- podría caer a menos de 3 %. Con este rendimiento, las pensiones que alcanzarían los trabajadores serán escandalosamente indignas.

COMISIÓN % SOBRE SALDO PLAZO

³⁷ Cifras de la Consar de Julio de 1997 a Mayo de 2001, de los cuales están invertidos de la siguiente manera 319 mil 081.7 millones en las 13 Afores, en la cuenta concentradora 18 mil 042 millones y 107 mil 010.20 en el antiguo SAR de los cuales se componen de la siguiente manera IMSS 49 mil 994.9 millones y al ISSSTE 57 mil 015.3 millones, incluye Infonavit y Fovissste dando un gran total de 266mil 869.3 millones esto quiere decir que el Gobierno solo a invertido el 4.8% del PIB de los últimos cuatro trimestres del segundo del 2000 al primero del 2001.

Afore	Esquema de Comisión	1 año	10 años	25 años
BANAMEX	FLUJO	5.90	3.17	1.56
BANCOMER	FLUJO	5.92	3.22	1.70
BANCRECER	FLUJO, SALDO	6.06	3.48	1.97
BANORTE	FLUJO, SALDO	6.02	3.66	2.28
BITAL	FLUJO	5.95	3.20	1.65
GARANTE	FLUJO, SALDO	6.26	3.66	2.15
INBURSA	RENDIMIENTO	3.15	3.15	3.15
PRINCIPAL	FLUJO, SALDO	5.26	3.24	1.77
PRO FUTURO	FLUJO, SALDO	6.59	4.00	2.46
SANTANDER	FLUJO, SALDO	7.14	4.43	2.83
TEPEYAC	FLUJO, SALDO	5.82	3.23	1.77
XXI	FLUJO, SALDO	5.48	3.03	1.70
ZURICH	FLUJO, SALDO	5.85	3.68	2.21

FUENTE: Diario El Economista 29 marzo de 2001. Por Andrés Vernon

La caída en las tasas ha llevado a que la Consar proponga una muy riesgosa alternativa: Invertir los ahorros de los trabajadores en la Bolsa de Valores. Esta medida es inaceptable por la absoluta vulnerabilidad en la que se encuentra el trabajador frente a la Afore, es él quien absorbe la totalidad del riesgo, en contraste, con la sobreprotección gubernamental a los ahorradores del sistema bancario que todos estamos pagando a través del IPAB.

El problema de las Afores es su diseño, que destruye la solidaridad, conforme no era de carácter social. Aunque las cifras de ahorro interno se han incrementado, en realidad el ahorro nacional no lo a hecho ya que el costo fiscal de financiar la reforma viene en aumento. La insuficiencia de recursos fiscales proviene de la presión que en casos como el IMSS y el Fobaproa están ejerciendo sobre el presupuesto, por lo que se tendrán que incrementar por alguna vía los impuestos. Más que fincar el desarrollo, los recursos acumulados por los trabajadores han servido para financiar la deuda interna del Gobierno Federal - ver cuadro anexo -.

ESTA FICHA NO SALE
DE LA BIBLIOTECA

COMO ESTAN INVERTIDAS LA AFORES

1. BONOS DE DESARROLLO (BONDES)	\$167 MIL 233 MILLONES
2. BONOS DE DESARROLLO DEL GOBIERNO FEDERAL DENOMINADOS EN UNIDADES DE INVERSIÓN (UDIBONOS)	\$ 21 MIL 245.98 MILLONES
3. PAPEL COMERCIAL Y ACCIONES COMUNES	\$ 16 MIL 147.50 MILLONES
4. EMPRESAS PRIVADAS (CEMEX, TELEVISA, FORD, TELMEX, ETC.)	\$ 9 MIL 904.3 MILLONES
5. BONOS DE DESARROLLO CON PAGO TRIMESTRAL DE INTERÉS (BONDEST)	\$ 9 MIL 886.74 MILLONES
6. CERTIFICADOS DE LA TESORERIA (CETES)	\$ 6 MIL 100.3 MILLONES
7. PAGARÉS BANCARIOS Y BURSÁTILES Y CERTIFICADOS DE DEPÓSITO	\$ 6 MIL 22.6 MILLONES
8. PAGARÉS DE INDEMNIZACIÓN CARRETERO (PIC)	\$ 4 MIL 838.19 MILLONES
9. REPORTOS	\$ 2 MIL 164.4 MILLONES
10. BONOS DE REGULACIÓN MONETARIA (BREMS)	\$ 51.78 MILLONES
TOTAL \$ 238 MIL 194.79 MILLONES DE PESOS ³⁸	

Fuente : Análisis de datos del grupo parlamentario del PRI de la Cámara de Diputado

³⁸ Importes de los últimos cuatro años que ahorraron los más de 26 millones de trabajadores mexicanos. 31 de Diciembre de 2001

Conclusiones

En resumen el capítulo I se tiene por objetivo considerar la situación, los problemas y las perspectivas que se presenta actualmente el ahorro en México, tanto a nivel agregado como en los diversos componentes en los que puede dividirse analíticamente dicho ahorro. Esta problemática del ahorro surge en el contexto particular generando en México con el cambio en las condiciones institucionales bajo las cuales se cumple la actividad. Dicho cambio comienza a producirse en 1983 pero tiene su desarrollo más acelerado desde 1988, y a consecuencia del mismo la actividad económica en el país tiende a realizarse conforme a un modelo de economía abierta, desregulada en la que los mercados tienen un lugar principal para la asignación de los recursos.

Dentro de estas cambiantes condiciones, el ahorro tiene una evolución problemática por su bajo nivel relativo, pero sobre todo por lo desfavorable estructura entre el ahorro interno y ahorro externo así como entre el ahorro público y ahorro privado.

También se analiza la evolución y los problemas que presenta el ahorro en México. En una primera se considera los mecanismos tradicionales de ahorro hasta llegar a las Afores, así como el comportamiento de largo plazo del ahorro externo e interno bruto y la inversión.

Para analizar el comportamiento de largo plazo de las variables que se han registrado para las diversas etapas del desarrollo económico nacional. Por la otra, se presentan evidencias de una recurrencia cíclica en ciertos vínculos adversos entre inversión, ahorro externo y ahorro interno bruto, sugiriendo la hipótesis de que habría un ciclo catastrófico en la evolución e interrelación de dichas variables, que no se explicaría sólo ni principalmente por los estilos de política económica ya que ese ciclo se presentado bajo modalidades de políticas muy diversas y aún contrapuestas.

Por otra parte en este mismo capítulo se analiza el comportamiento y los problemas particulares del ahorro interno y externo en el periodo posterior a 1988. Finalmente se concluye el capítulo con un cuadro conjunto de la situación en el ahorro desde la doble perspectivas de su tendencia de largo plazo y de la evolución que se sigue en el periodo reciente.

En Capítulo II una primera reflexión sobre el ahorro y sistema financiero podría asumirse que hay ciertos vínculos entre estas categorías que son evidentes, por lo que su comprensión no requeriría mayor esfuerzo de análisis. Por ejemplo, se podría aceptar sin mayor discusión que el nivel de la tasa de interés afecta positivamente el nivel de ahorro, o que el ahorro se forma previamente a la inversión productiva y determinante para que esta última pueda realizarse, o por último que un sistema financiero que opera eficientemente sólo cumple la función de vincular sectores deficitarios y superavitarios pero que es neutro respecto a la relación entre ahorro e inversión que se realiza por ese medio.

Sin embargo, en la literatura económica se problematizan estas relaciones ya que hay distintas teorías al respecto, lo que ha dado lugar a debates no concluidos hasta el momento. Estos debates responden por un lado a las dificultades para conceptualizar la naturaleza y el significado del ahorro dentro del conjunto de la actividad económica que se teoriza.

En este capítulo se consideran esquemáticamente algunas de las principales posiciones en debate respecto a las relaciones entre las categorías económicas, con el fin de enmarcar los argumentos de esta problemática en México.

Para ello, en el primer punto presentamos las teorías más relevantes sobre los factores que explican el nivel de ahorro agregado en una sociedad dada.

En el segundo punto del capítulo se explora a distintos niveles de análisis la relación entre ahorro y sistema financiero, tomando para ello las principales proporciones de dos grandes teorías económicas generales a las que esquematizamos como el enfoque Neoclásico y el enfoque Keynesiano. En cada uno de estos enfoques se analizan sus concepciones sobre la vinculación entre ahorro, inversión, tasa de interés, dinero y actividad económica, así como la formación y asignación del ahorro financiero en su relación con el sistema y agentes financieros.

Por lo que se refiere al Capítulo III, se hace un análisis de las sociedades de inversión de su historial a lo largo del tiempo, así como su composición de la cual se puede mencionar que recientemente se ha autorizado a varias operadoras independientes de casas de bolsa y de bancos, cuyo único fin es administrar sus propias sociedades de inversión y buscar mejores papeles y rendimientos para sus inversionistas.

En términos generales, las sociedades o fondos de inversión, son sociedades anónimas (empresas) que se constituyen con el único fin de generar un rendimiento atractivo para sus inversionistas. Para ello, seleccionan y adquieren valores para formar con ellos un portafolio de inversión que vaya de acuerdo con parámetros y criterios de diversificación previamente establecidos.

Para la adquisición de estos valores, la sociedad de inversión vende o coloca sus propias acciones entre el público inversionista. Cada una de estas acciones representa una parte proporcional del capital de la sociedad.

En México, existen varios tipos de sociedades de inversión, entre las cuales destacan:

- 1) **Sociedades de Inversión en Instrumentos de Deuda.** Pueden invertir su principal exclusivamente en instrumentos de deuda, como son: Cetes, Bondes, Pagarés Bancarios, Certificados de Depósito, Papel Comercial, Obligaciones, etc. Dentro de estas, las hay para personas físicas y para personas morales.
- 2) **Sociedades de inversión Común.** Pueden invertir capital tanto en instrumentos de deuda como en instrumentos de renta variable, como las acciones y los productos derivados. En ellas pueden invertir personas físicas y personas morales.
- 3) **Sociedades de Inversión Especializadas en Fondos para el Retiro(Siefores).** Como su nombre lo indica en ella se invierten recursos captados por las Afores.
- 4) **Sociedades de inversión de Capitales.** Operan con valores y documentos emitidos por las empresas (generalmente privadas) que requieren recursos a largo plazo, cuyas actividades están relacionadas preferentemente con los objetivos del Plan Nacional de Desarrollo.

Por lo que se refiere al Capítulo IV, enfocamos perspectivas de corto y largo plazo.

En las expectativas a corto plazo, se revisa la nueva Ley de sociedades de inversión que rige a partir del segundo semestre del año 2001, refleja medidas acordes con el avance de los mercados internacionales tanto en materia legislativa como de operación, destacando otros aspectos: la mayor transparencia en la administración y la entrada de nuevos participantes que actuarán como distribuidores de sociedades de inversión.

Entre los participantes que se incorporan al mercado se encuentran, además de los bancos y casas de bolsa, empresas aseguradoras y casas de cambio. La nueva ley permitirá un mayor acceso del pequeño y mediano inversionista al ampliarse los medios de distribución y mejorar la competencia entre los participantes y así tener una mayor captación de ahorradores.

En las expectativas a largo plazo, con las condiciones de economía global provocan un gran movimiento de capitales entre países emergentes en la búsqueda de mayores márgenes de rentabilidad. En este contexto, hay una gran competencia entre estos países por allegarse de recursos que les permitan impulsar el crecimiento y desarrollo de sus economías. Por ello México debe procurar ofrecer condiciones de certidumbre y confianza a los inversionistas para que coloquen sus recursos en el país.

Aunque el país cuenta con finanzas públicas manejables y un entorno macroeconómico estable, la coyuntura le es adversa; por ello, el país debe procurar incrementar su tasa de ahorro total, promoviendo la inversión extranjera directa y el fortalecimiento de la tasa de ahorro interno. El Gobierno Federal debe procurar aminorar los posibles riesgos, para lo cual se debe atender y resolver algunos problemas más urgentes como la reforma al sector eléctrico, reforma laboral y la reforma fiscal, para fomentar las inversiones productivas, y mejorar su posición financiera. - El Gobierno Federal -. La concertación de estas medidas traerá consigo que la calificadora Standard & Poor's otorgue el ansiado grado de inversión para la mayor atracción de flujo de inversiones que permitirá impulsar un mayor crecimiento en la economía.

Lo que reflejaría en mejores empleos y una buena oportunidad para generar ahorro en nuestro país, el ahorrador así tendrá más y mejores opciones de inversión, dentro de las que destacan las sociedades de inversión, que han convertido en sólidos y exitosos instrumentos de ahorro. Basta decir que de 1995 a la fecha, el mercado de sociedades de inversión han tenido una evolución impresionante al triplicarse la captación.

Por su parte, las operadoras independientes de sociedades de inversión se encuentran en una etapa de fuerte expansión, en el año 2000 incrementaron sus recursos en un 41%. Esto se debe a que han disminuido los montos mínimos de inversión para la apertura de cuentas y ofrecen atractivos rendimientos al inversionista.

Por un éxito total en las sociedades de inversión se deberá a que permiten que un importante segmento de la población antes olvidado, tenga acceso a tasas de mercado.

Desde este punto de vista, los fondos de inversión desempeñan una labor fundamental en la economía, pues impulsan el ahorro necesario para el desarrollo del país, mientras que ofrecen a los inversionistas diferentes alternativas de acuerdo a sus necesidades.

Por lo que se refiere a la Ley de Sistema de Ahorro para el Retiro (LSAR) y la aparición de la Afore y con ella las Siefores se deberá tener cuidado en donde se invierten los recursos de los trabajadores mexicanos, por que sólo por ahora la mayoría esta invirtiendo en deuda pública y se pretende llevar a las Siefores a la bolsa de valores de nuestro país y del resto del mundo, sin las debidas leyes que las protejan. - hay que observar al país asiático que predio todo el ahorro de su pueblo en las bolsas del mundo -.

Lo que se pretende demostrar en esta investigación es demostrar las ventajas de invertir en las sociedades de inversión. La más importante sin duda es que los fondos ofrecen a los pequeños y medianos ahorradores una puerta de acceso al mercado de valores, que tradicionalmente estaba reservado sólo para los grandes inversionistas.

Por ejemplo, si uno quisiera comprar en una casa de bolsa Cetes a 28 días, requeriría de un capital mínimo de \$ 300,000.00 pesos y estaría invirtiendo únicamente en un instrumento, sino la posibilidad de diversificarse a distintos plazos. De la misma forma, para que un individuo pudiese formar de manera individual un portafolio diversificado de 8 a 10 acciones, requeriría alrededor de \$100,000.00 pesos para hacerlo, con estos costos implícitos muy altos, además de una gran cantidad de tiempo para analizar y seleccionar las empresas en las que invertirá.

En cambio, para invertir en sociedades de inversión existen alternativas que se abren tan sólo \$1,000.00 pesos. Además al comprar títulos o acciones de una sociedad de inversión, se está comprando una parte proporcional de un portafolio de inversión, lo cual brinda las siguientes ventajas: diversificación, liquidez, rendimientos, manejo profesional y seguridad.

Bibliografía

Celso, Garrido y Peñalosa Webb, Tomás (1996), Ahorro y Sistema Financiero Mexicano, Editorial Grijalbo, UAM Azcapotzalco.

Keynes, J. M. (2000) Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, Fondo de Cultura Económica, México.

Harris, Laurence (1993), Teoría Monetaria, Fondo de Cultura Económica, México.

Samuelson, Paul A. (1981), Curso de Economía Moderna, Biblioteca de Ciencias Sociales - Aguilar, España.

Ruiz Torres, Humberto (1999), Elementos de Derecho Bancario, Editorial Mc. Graw Hill, México.

Amezcuca Ornelas, Norahemid (1997), Las Afores, paso a paso, editorial Sicco, México.

Bolsa Mexicana de Valores (2001), Sociedades de Inversión.

Díaz Mata, Alfredo (1998), Sistemas Financieros Mexicanos e Internacional en Internet, Editorial Sicco, México.

Dornbusch, Rudiger y Fischer, Stanley (1998), Macroeconomía, cuarta edición, Mc. Graw Hill, México.

Aspe Armella, Pedro (1993), El Camino Mexicano de la Transformación Económica, Fondo de Cultura Económica, México.

Banco de México, Indicadores Económicos, varios años.

Revista, El Nuevo Inversionista, Febrero, 2001

Periodico, El Financiero, (2001)

Periodico, El Economista, (2001)

Periodico El Financiero, Suplemento Mensual, (2001)

Periodico El Economista, Suplemento Mensual, (2001)