

Enero 2011

Cierres de los Indices Mundiales

Índice	Precio	Cambio	Volumen
IPC	37,810	(0.89%)	144,684,600
Bovespa	70,058	(1.21%)	20,121,600
Kospi	2,115	0.92%	423,851,008
Russell	786	(2.56%)	282,093,760
S&P500	1,281	(1.01%)	829,099,392
NASDAQ	2,725	(1.46%)	521,643,552
Nikkei 225	10,557	0.36%	1,385,769,728
IPSA	4,901	(0.57%)	255,031,088
IGBC	14,951	(1.31%)	359,039,296
FTSE100	5,976	(1.32%)	882,392,960

Cifras del 19 de Enero 2011

Buscando Eficiencia en la Bolsa Mexicana de Valores

Comparativo Histórico de Rendimientos del IPC

Analistas:

Astrid Berenice Sánchez Ramírez
 Karla Ivone Fajardo Sáenz
 Daniel Alejandro Martínez Solano
 Omar Eduardo Portillo Artalejo
 Lic. Enrique Gaspar Mourey García

Director de Análisis:

Manuel Ignacio Royo, CFA

Resumen Ejecutivo

- En nuestro análisis de 10 índices, los índices de Estados Unidos (S&P500, NASDAQ y Russell 2000) fueron los más eficientes en la década de los 90's. Pero del año 2000 a la fecha, las principales cuatro Bolsas latinoamericanas han sido superiores.
- Desde su inceptión en 1978, el IPC promedia rendimientos de 15.1% y volatilidad de 51.8% (anuales).
- De los 10 índices analizados, solo IPSA (Chile) e IGBC (Colombia) obtienen mejores rendimientos pero solo Bovespa tuvo mayor volatilidad.
- Ajustados al riesgo, los rendimientos del IPC ocupan el cuarto lugar, 10 puntos base debajo del NASDAQ. IPSA e IGBC ocupan los primeros sitios. En la última década el IPC promedia 13.9% anual, el tercer mejor rendimiento ajustado al riesgo.
- Los inversionistas institucionales representan solo el 13.7% de la participación en la BMV, una cifra muy por debajo de la mayoría de las otras Bolsas.
- México ha perdido terreno versus Latinoamérica en la última década con respecto a versatilidad, colocaciones iniciales y capitalización de mercado.
- Con base en rendimientos netos (ajustados a riesgo e impuestos), México debería ser un mercado más atractivo. ¿Por qué no lo es?
- Factores limitantes como falta de cultura de inversión y capacidad de análisis bursátil, estancamiento del mercado en colocaciones iniciales, flotación baja por el alta tenencia accionaria de familias controladoras, pocos formadores de mercado, baja participación institucional, tienen a la BMV subdesarrollada.
- Empresas medianas no logran, o no intentan el acceso al mercado de valores, en parte porque el sistema financiero en México carece de bancos con dinamismo en esta área.

Introducción

Este análisis busca comparar el perfil riesgo–rendimiento de las principales Bolsas latinoamericanas y otras de las Bolsas más relevantes del mundo. Utilizamos el comportamiento histórico de los índices de cada país como referencia de las respectivas Bolsas. Nuestro estudio comprende analizar rendimientos y volatilidades de índices de la Figura 1.

Figura 1. Índices Analizados

Índice	País
IPC	México
Bovespa	Brasil
IPSA	Chile
IGBC	Colombia
Nikkei 225	Japón
Kospi	Corea
FTSE100	Inglaterra
NASDAQ	EUA
Russell 2000	EUA
S&P500	EUA

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

Se analizaron índices bursátiles de México, Brasil, Chile, Colombia, Japón, Corea del Sur, Inglaterra y Estados Unidos.

Con los avances tecnológicos, aperturas comerciales y la globalización financiera de las últimas décadas, se crea un efecto donde las Bolsas se comportan con mayor correlación, especialmente cuando se presentan bajas importantes en el sistema financiero. En los 70's y 80's, invertir en Bolsas de los diferentes países ofrecía un alto grado de diversificación. Sin embargo, las últimas dos décadas han registrado múltiples burbujas que al reventar producen fuertes correcciones con incrementos en las correlaciones. Todo esto sucediendo simultáneamente en la mayoría de los mercados.

Así, vimos el "Efecto Tequila" en 1994, el "Efecto Dragón" en 1997, la crisis de sobretasas crediticias de Rusia en 1998, la "burbuja de internet" en el 2000-2001 y la catastrófica crisis hipotecaria del 2008, de la cual la mayoría de las economías no se han recuperado. Cuando vemos correlaciones asimétricas en las épocas de contracción, es importante entonces analizar los peores escenarios que se presentan en las diferentes Bolsas para poder tomar mejores decisiones de inversión.

Nuestro análisis de los rendimientos de los índices comprende el periodo 1979-2010.

Si Longin & Solnik concluyeron en 1995 que en periodos de “shocks” o turbulencia, las correlaciones promedio de las Bolsas se incrementan de 0.43 a 0.55, empíricamente creemos que este efecto se agudizó en la última década.

Este reporte es un compendio de rendimientos históricos de ocho Bolsas ajustados al riesgo que presenta cada una (riesgo se define como la volatilidad o σ). Así, podemos decir cuál índice tuvo mejores rendimientos en cierto periodo, a la vez que ajustamos de acuerdo al riesgo que representó cada Bolsa. Tomamos como base el año 1979, analizando los resultados para el periodo completo y también por década. Además analizamos qué pérdidas y con qué frecuencia se presentaron para cada índice. Creemos que el mercado financiero global de hoy, donde se sufren correcciones simultáneas a menudo, requiere saber en específico cuáles son no solo los rendimientos promedio, sino también las pérdidas esperadas durante “shocks” macroeconómicos.

El análisis continúa para ahondar sobre la BMV y cómo se compara en específico con las Bolsas de Brasil, Chile y Colombia. Por último, analizamos el entorno de inversión en México, en el que a falta de una cultura financiera existe escasa inversión institucional. Además del análisis comparativo de la eficiencia de la Bolsa Mexicana, enumeramos las que consideramos las principales causas del pobre desarrollo del mercado de valores mexicano y sus implicaciones. Para poder entender mejor la situación de México es importante contrastar al país con Brasil. En el 2005 estos dos países eran equiparables en cuanto a poder económico y desarrollo bursátil. Algunas de las que creemos han sido causas que han generado la discrepancia entre Brasil y México en los últimos años son la privatización parcial y la entrada de Petrobras al mercado bursátil brasileño, así como la existencia de un sistema bancario fuerte e innovador con capital doméstico en Brasil y la ausencia de tal en México.

Nuestro análisis expone las debilidades y carencias de la BMV, demostrando un subdesarrollo.

Nuestro análisis expone que la BMV está muy subdesarrollada. Dentro de las principales causas están la falta de cultura de inversión y lo que llamamos el efecto del “Emperador Azteca”, que es la psicología del mexicano de pensar que la centralización del poder es el camino al éxito de toda empresa, organización o entidad gubernamental. También consideramos importante la ausencia de entes con capital doméstico en el sistema financiero y se presenta poco dinamismo de los bancos predominantemente europeos sobre todo en su participación en el mercado de valores mexicano.

La muestra del estudio consiste en los precios al cierre de cada mes durante el periodo analizado. Con esta muestra se calculan rendimientos y volatilidades mensuales que luego se anualizan para ejecutar el comparativo. Luego utilizamos razones de ajuste al riesgo (REV y VaR) para calificar estos resultados. Además, evaluamos la bursatilidad de los índices. Para ser concisos, en el resto del reporte, rendimiento o R es un rendimiento anual, volatilidad o σ se refiere a desviación estándar anual y REV se refiere al rendimiento ajustado al riesgo asumido.

Análisis de Índices Bursátiles

Elaborar un análisis de los índices bursátiles de cada país implica modificar los rendimientos obtenidos de acuerdo al riesgo asumido. Se requiere un método que ajuste de la mejor manera la eficiencia de los índices anualizados.

El índice con mayor rendimiento del periodo 1979 – 2010 fue IGBC de Colombia, mientras que el menor rendimiento lo tuvo el Nikkei de Japón.

Figura 2. Rendimiento Anualizado (1979-2010)

	R	σ
IPC	15.1%	51.8%
Bovespa	13.4%	58.1%
Kospi	7.9%	29.6%
Russell 2000	9.4%	19.7%
S&P500	8.4%	15.6%
NASDAQ	10.4%	22.6%
Nikkei225	5.5%	22.4%
IPSA*	19.2%	24.5%
IGBC *	20.4%	34.1%
FTSE100*	7.0%	20.2%

FTSE100, IPSA, IGBC desde 1984, '89, y '91
Fuente: Tec de Monterrey-Chihuahua (Anexos)

Rendimiento y Volatilidad

Es importante analizar no solo las fluctuaciones sino también qué tan amplia es su dispersión. Para el cálculo de rendimientos y volatilidades de los índices se utilizaron precios históricos de diciembre de 1978 a diciembre de 2010 con la excepción de los índices de Inglaterra, Chile y Colombia, que cotizan en 1984, 1989 y 1991 respectivamente.

Para lograr una comparación válida efectiva entre las Bolsas de los diferentes países, los datos fueron convertidos a dólares estadounidenses al tipo de cambio vigente a la fecha de cotización. ¿Por qué dólares estadounidenses? Porque a pesar de la debilidad de esta moneda en años recientes, el dólar es la moneda que mejor une las otras siete divisas del estudio.

En la década del 2000-2010 el índice con mayor rentabilidad anual fue el IGBC de Colombia con 26.7%, en segundo lugar está el IPSA de Chile con 15.7%, en tercer lugar se encuentra el Bovespa de Brasil con 14.4%, y en cuarto lugar el IPC de México con 13.9%.

Partiendo de estos históricos se calculó el **R** y la **σ** anualizada (con base en observaciones mensuales). Como muestra la Figura 2, el índice bursátil que ha obtenido el mejor rendimiento anual histórico ha sido IGBC de Colombia con 20.4%. El que obtuvo menor rendimiento fue el Nikkei con 5.5%. Los países Latinoamericanos han sido los que mejores rendimientos anuales han arrojado a través de los años, estando Colombia en primer lugar, seguido por Chile, México y después Brasil. Sin embargo, la “Regla del Experto Prudente” nos dice que además del rendimiento, hay que considerar el riesgo asumido. Con este calificativo, no resulta tan sencillo comparar los resultados de cada índice. Por ejemplo, ¿qué es más eficiente, invertir al 10.4% anual pero con volatilidad del 22.6% (como el NASDAQ), o invertir y recibir un 15.1% anual pero con volatilidad del 51.5% (como el IPC)? La respuesta aquí sería algo subjetiva de acuerdo al perfil del inversionista.

Figura 3. Rendimientos y Volatilidades Promedios Anualizados

Índice	1980-89		1990-99		2000-10	
	R	σ	R	σ	R	σ
IPC	10.1%	79.2%	17.0%	38.2%	13.9%	24.4%
Bovespa	17.0%	69.2%	17.6%	66.2%	14.4%	34.7%
Kospi	25.9%	23.9%	(4.1%)	34.1%	6.5%	28.9%
Russell 2000	5.1%	20.1%	14.8%	16.8%	4.1%	21.7%
S&P500	12.6%	16.4%	15.3%	13.4%	(1.4%)	16.4%
NASDAQ	11.6%	19.5%	24.5%	20.6%	(3.8%)	26.6%
Nikkei 225	25.8%	18.5%	(3.8%)	27.2%	(3.7%)	20.3%
IPSA	-	-	22.8%	27.8%	15.7%	20.8%
IGBC	-	-	13.1%	37.7%	26.7%	30.9%
FTSE100	17.7%	23.1%	11.1%	20.4%	(1.8%)	17.9%

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua (Anexos)

No se puede descifrar una superioridad absoluta de la Figura 2, aunque si se pueden hacer algunas conclusiones relativas. Por ejemplo, si agrupamos los cinco índices con volatilidad similar, entre el 20% y 25% anual (Russell 2000, NASDAQ, Nikkei, IPSA y FTSE100), podemos decir sin duda que el Nikkei (5.5%) es el peor, seguido del FTSE100 (7%) y el mejor de ellos es el índice chileno (19.2%).

¿Es el IPSA la mejor inversión? ¿Cómo compararlo con los rendimientos de otros índices analizados, dadas sus diferentes volatilidades?

Pero, ¿es el IPSA la mejor inversión? Podemos concluir que el IPSA también es superior a otros tres índices (IPC, Bovespa, Kospi), ya que ofreció mejores resultados con menos volatilidad (menor riesgo) que estos. ¿Cómo comparar el IPSA con el S&P500 o el IGBC? El IPSA tuvo R y σ mucho más altos que el S&P500 y levemente menor R que el IGBC pero con menor riesgo. Por otro lado, el IPC se muestra superior al Bovespa (mayor R con menor riesgo), ¿pero cómo compararlo con otros índices cuando tiene una volatilidad 2 o 3 veces mayor que algunos de éstos? Hay dos formas de hacer este tipo de juicios. Primero, segmentando los históricos por décadas, lo que facilita calificaciones en periodos cortos. El segundo método lo abordamos en la próxima sección donde explicamos a detalle nuestra razón de eficiencia bursátil REV.

Basándonos en la última década, volvemos a buscar superioridad absoluta y dado el incremento en correlaciones de los últimos años, encontramos mayor visibilidad a nuestro objetivo. Encontramos que en esta década el rango de volatilidades de nuestros índices se comprimió. La volatilidad mínima de la década (S&P500, 16.4%) es mayor que la mínima en las otras décadas pero la volatilidad máxima (Bovespa, 34.7%) es muy inferior a las volatilidades máximas de los 80's y 90's.

En esta década, solo 6 de los 10 índices promediaron ganancias, y de estos, 3 índices mostraron resultados muy similares entre 14% y 15% (IPC, Bovespa, IPSA). Podemos calificar estos tres en orden: IPSA (mayor rendimiento a menor volatilidad), México, Brasil (mas bajo rendimiento y mayor volatilidad de estos tres). ¿Pero cuál fue el mejor índice de la muestra? ¿IPSA ($R=15.7\%$, $\sigma=20.8\%$) o IGBC ($R=26.7\%$, $\sigma=30.9\%$)? La respuesta no es clara, pero más adelante ajustamos el riesgo asumido para tratar de responder esto.

En la última década, el NASDAQ fue la peor inversión, mientras que IPSA e IGBC fueron las mejores.

Sabemos que los cuatro peores índices son los cuatro que promediaron pérdidas. De estos, el NASDAQ fue el peor (mayor pérdida y mayor volatilidad) y el S&P500 el mejor (menor pérdida, menor volatilidad). Resulta así, que en esta década donde vimos mayor globalización e integración de los mercados, más altas correlaciones y "shocks" más frecuentes, es factible hacer una calificación válida de desempeño sin tener mucho debate: Después de IPSA y/o IGBC, el tercer lugar es el IPC, seguido de Bovespa. Luego índices con rendimientos de un solo dígito, tenemos en quinto lugar el Kospi y en sexto el Russell. Terminamos con los índices que promediaron pérdidas, S&P500 en séptimo, FTSE100 en octavo, Nikkei en noveno, y NASDAQ en último.

Durante los 90's las volatilidades se redujeron para el IPC y Bovespa después de una década hiperinflacionaria. Los únicos índices que no promediaron ganancias fueron el Kospi y el Nikkei con (4.1%) y (3.8%), respectivamente. Haciendo una comparación riesgo-rendimiento, el mejor índice fue el NASDAQ con una ganancia del 24.5% y una volatilidad de 20.6%. El IPSA se ubicó en segundo lugar con 22.8% de rendimiento y 27.8% de volatilidad. Los índices Bovespa, IPC, S&P500 y Russell 2000 presentaron los rendimientos más parecidos, en un rango de 14% a 18%. Tomando en cuenta el riesgo, el índice mejor colocado fue el S&P500 ($R=15.3\%$, $\sigma=13.4\%$) seguido del Russell ($R=14.8\%$, $\sigma=16.8\%$), en tercer lugar se encuentra el IPC ($R=17\%$, $\sigma=38.2\%$) y

El S&P500 fue el índice con el menor riesgo durante las 3 décadas analizadas. Además, su rendimiento relativo a su volatilidad lo convierten en una inversión efectiva.

Los índices de "small caps" presentaron rendimientos positivos en las 3 décadas.

por último el Bovespa ($R= 17.6\%$, $\sigma=66.2\%$). Estos dos últimos presentan una volatilidad cercana a tres y cinco veces la del S&P500, respectivamente.

En la década de los 80's se muestran las volatilidades más altas para el IPC (79.2%) y Bovespa (69.2%) por su hiperinflación. Por esto, México y Brasil fueron índices inferiores en este periodo. Se observa que el mejor índice fue el Nikkei con un rendimiento de 25.8% y con una volatilidad de 18.5%. En segundo lugar se ubica el Kospi con 25.9% de rendimiento y 23.4% de volatilidad. Dentro del rango de 14% al 18% de rendimiento, se encuentran el Bovespa ($R= 17\%$, $\sigma=69.2\%$) y el FTSE100 ($R= 17.7\%$, $\sigma=23.4\%$). Como se puede observar, el índice brasileño fue 3 veces más volátil que el inglés.

Antes de pasar a metodologías que ajustan de acuerdo al riesgo asumido, las Figuras 2 y 3 nos permiten deducir varias conclusiones importantes:

- El S&P500 es sin duda el índice de menor riesgo, generando la menor volatilidad del grupo para cada una de las 3 décadas analizadas. Además resulta una inversión efectiva, ya que su rendimiento promedio para todo el periodo es mayor que el de 4 de los índices mientras los otros (como el IPC y Bovespa) con rendimientos por encima del S&P500 en 5% y 7% tienen casi el triple de riesgo. Estas conclusiones se apoyan en lo empírico: El S&P500 es el índice más grande (500 emisoras) y cotiza en la Bolsa más desarrollada de la economía mundial más grande.
- Por otro lado, Bovespa es por mucho el índice más volátil, dando la máxima σ en dos de las 3 décadas y posicionándose en segundo lugar en la década restante. Resultó ser una inversión mediocre ya que produjo resultados menores a 3 índices, además de que otros índices arrojan R s inferiores cercanos al 13.4% del Bovespa, pero con menos de la mitad de volatilidad.
- Solo 3 índices (IPC, Bovespa, Russell 2000) promediaron ganancias en cada una de las 3 décadas. Esto nos da la hipótesis que el segmento de

Recuadro A: Derivando REV

El factor REV que utilizamos para ajustar los rendimientos al riesgo asumido se basa en la metodología propuesta por la consultoría Aragonés IF. Este factor debe impactar los rendimientos de manera que en efecto aquel que asume más riesgo sea penalizado de una manera proporcional. Pero ¿Cómo se lleva a cabo esto? Similar al cálculo de la prima de riesgo y la Beta de mercado que adopta el modelo CAPM, REV ajusta los rendimientos con base en un denominador que se compone por una prima de volatilidad (al estar en el denominador, ésta viene siendo un ajuste o penalización a los rendimientos) y un factor FEH que afecta el resultado de igual manera que la Beta de CAPM.

La prima o castigo de volatilidad es la diferencia entre la σ_{INDICE} y las σ de un índice de referencia. El índice de referencia más utilizado es el S&P500. Se da el caso que en nuestro estudio, el S&P500 resulta ser el menos volátil para todos los periodos. Entonces sugerimos que es apropiado usar la volatilidad del S&P500 como la del índice de referencia. En otras palabras, la gran mayoría de los inversionistas de renta variable están dispuestos a asumir el riesgo S&P500, pero para tomar un riesgo mayor exigirán rendimientos mayores. Así, castigamos los rendimientos de índices más volátiles.

$$REV = (1 + R_{IND}) / (1 + \sigma_{IND} + FEH \times PRIMA DE VOLATILIDAD_{IND})$$

Donde: $PRIMA DE VOLATILIDAD_{IND} = \sigma_{IND} - \sigma_{S\&P500}$

Por ejemplo, en los 90's, la $PRIMA DE VOLATILIDAD_{IPC} = \sigma_{IPC} - \sigma_{S\&P500} = 38.2\% - 13.4\% = 24.8\%$

Nota: Resultaría ilógico ajustar con una prima de volatilidad cuando $R_{IND} < 0$. En estos casos, el denominador es $(1 + \sigma_{IND} \times FEH)$.

“small caps”, (el Russell es un índice de “small caps”, y la gran mayoría de las emisoras del IPC y Bovespa se pueden clasificar así, como compañías de pequeña capitalización) siempre sabe aprovechar las nuevas tendencias que se presenten sin importar la época ó la década. Muchas veces, son estas compañías las que están a la vanguardia en la economía mundial.

- Por último, después de una excelente década de los 80's, el Nikkei ha resultado ser potencialmente la peor inversión desde que los indios Lenape vendieron una isla llamada Manhattan a los holandeses en 1626. Esto es una buena lección sobre los peligros del estancamiento económico y la deflación.

Perspectiva del IPC: De la Figura 2, podemos concluir que invertir en la BMV ha sido superior a Bovespa, Nikkei y FTSE100 e inferior a IPSA e IGBC. Pero para llegar a conclusiones más específicas y absolutas, es necesario utilizar metodologías que ajusten según el riesgo asumido.

Para mayor detalle, ver las Tablas 1, 2, 3 y 4 que se encuentran en los Anexos.

El Rendimiento por Equivalencia Volátil (REV)

El factor REV ajusta los rendimientos al riesgo, utilizando un coeficiente de ajuste para la volatilidad.

La primera metodología que utilizamos para ajustar R al riesgo es el factor REV, (siglas de Aragonés *IF*). En esta fórmula, el denominador ajusta rendimientos por el riesgo asumido para obtener tal. Para más detalle sobre cómo se deriva la fórmula de REV y su razonamiento, ver el recuadro “Derivando REV” en la página 6. Podemos ver estas tasas REV como el rendimiento efectivo si todos los índices asumieran el mismo riesgo. Así, el índice que produzca un mayor REV es el índice superior. ¿Por qué utilizamos un factor de equivalencia al capital FEH de 2.5x al ajustar la σ excesiva en cada índice? Opinamos que las frecuentes crisis financieras y en especial la del 2008, nos quieren enseñar una clara lección: frecuentemente los mercados financieros ignoran, o no entienden, o calculan mal el riesgo asumido. El más claro y contundente ejemplo de esto son las obligaciones de deuda con colateral (CDO's, por sus siglas en inglés), los cuales exacerbaban en gran magnitud la crisis del sub-prime. ¿Cómo sucedió esto? Ver el recuadro de “Las Torres de Basura”.

Recuadro B: “Las Torres de Basura y la Crisis de Hipotecas Sub-prime”

Los CDO's y los Swaps por Incumplimiento Crediticio (CDS por sus siglas en inglés) que se generaron para asegurar dichos CDO's ocupan un lugar importante y pintoresco en la debacle del 2008. Los CDO's se formaban de distintos tramos de fondos de hipotecas (MBS, por sus siglas en inglés). Con el afán de poder distribuir los tramos calificados BB o B al mercado de aseguradoras y pensiones, se mezclaron tramos de esta baja calidad para construir nuevos tramos y éstos se volvieron a calificar. Como las agencias calificadoras no entendían la nueva mezcla, calificaron algunos tramos AAA o AA cuando de hecho estaban contruidos con diferentes hipotecas de tramos BB de algún fondo (o algunos fondos) de hipoteca.

Al final del día, la gran mayoría de los CDO's (séase calificados como AAA, AA, A o BBB) estaban integrados principalmente por las hipotecas que ocupaban los tramos BB del subyacente fondo de hipotecas. De una “Torre BB” de un fondo de hipotecas se construían varias “Torres” de CDO's, que se recalificaban desde AAA a BB. En el momento que los incumplimientos a las hipotecas se incrementaron de un 8% a 20%, esos CDO's calificados erróneamente como AAA perdieron todo su valor.

¿Y quién vendía un CDS sobre cualquier tipo de CDO? Los incautos. Los CDS que se contrataron para asegurar CDO's AAA o AA tal vez no eran equivalentes a vender seguros contra incendio para una casa envuelta en llamas, pero si era como vender ese seguro para una casa donde ves mucho humo salir por las ventanas y oyes las sirenas de las bomberas a la vuelta de la esquina.

Ajustando los rendimientos y volatilidades de las Figuras 2 y 3 obtenemos las tasas REV que presentamos en las Figuras 4 y 5. En la Figura 4, vemos que el ajuste de riesgo que utilizamos contesta la pregunta: ¿Cuál índice produjo resultados superiores ajustados al riesgo para el periodo del estudio- IPSA, IGBC o el S&P500? La respuesta es el IPSA, que produce 14.4%, o 100 puntos base más en la escala REV que el IGBC y 720 puntos base más que el S&P500. Debemos hacer hincapié que el IPSA y el IGBC no se calculaban en los 80's. Por esto, sus respectivas volatilidades resultan sesgadas a la baja ya que no reflejan el periodo hiperinflacionario de la década de los 80's en Latinoamérica.

Bajo la metodología REV, el índice con mejor desempeño ajustado al riesgo para el periodo 1979-2010 fue IPSA, con 14.4% en la escala REV.

Figura 4. Factores REV de los Índices

Índice	1979-2010	Posición
IPC	8.0%	4°
Bovespa	6.7%	7°
Kospi	5.5%	9°
Russell 2000	7.6%	5°
S&P500	7.2%	6°
NASDAQ	8.1%	3°
Nikkei225	4.2%	10°
IPSA	14.4%	1°
IGBC	13.4%	2°
FTSE100	5.6%	8°

También es interesante observar que los tres índices norteamericanos producen rendimientos ajustados REV en un rango de 90 puntos base. Esto es de esperarse, ya que los tres son índices bien diversificados y asumen un riesgo de mercado muy similar.

¿Cuál lugar ocupa México según REV? El IPC ocupa el 4° lugar dentro de nuestro estudio con 8% de rendimiento ajustado, 130 puntos base y tres peldaños arriba del otro índice latinoamericano, Bovespa.

Nota: FEH = 2.5

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

El IPC produjo uno de los resultados más bajos de los 80's, pero mejoró su REV considerablemente en las décadas posteriores.

Figura 5. Factores REV por Década

Índice	1980-89		1990-99		2000-10	
	REV	Lugar	REV	Lugar	REV	Lugar
IPC	4.2%	7°	10.4%	5°	9.3%	3°
Bovespa	7.6%	6°	8.1%	8°	8.5%	4°
Kospi	19.6%	2°	(12.6%)	10°	4.1%	5°
Russell 2000	4.1%	8°	12.3%	4°	2.8%	6°
S&P500	10.7%	4°	13.5%	3°	(5.5%)	7°
NASDAQ	9.4%	5°	19.2%	1°	(10.5%)	10°
Nikkei225	21.2%	1°	(10.6%)	9°	(8.8%)	9°
IPSA	-	-	16.0%	2°	11.1%	2°
IGBC	-	-	8.1%	7°	16.5%	1°
FTSE100	13.5%	3°	8.7%	6°	(6.2%)	8°

Nota: FEH = 2.5

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

Resultados REV por Década

La Figura 5 corrobora algunas de las opiniones que postulamos anteriormente, y da claridad a algunas dudas. En los 80's, los índices asiáticos obtienen rendimientos REV muy superiores (21.2% para el Nikkei y 19.6% para el Kospi). De hecho, estas cifras REV son las dos más altas para cualquier índice en las tres décadas observadas. Dando claridad, el FTSE100 en tercer lugar fue superior al S&P500. Como se había anotado, el IPC produjo uno de los resultados más bajos de los 80's. Esta década no fue muy efectiva para los "small caps": La parte baja de la tabla pertenece al IPC, Russell, Bovespa y

NASDAQ (En los 80's, cuando Microsoft y Apple eran emisoras bastante más pequeñas, en el NASDAQ predominaban emisoras pequeñas). ¿A qué se debe este efecto? Proponemos que en la década de las fusiones apalancadas (LBO's, por sus siglas en inglés) y de escisiones, el apetito de muchos inversionistas era de emisoras grandes que se pudieran crear valor con base en sinergias, o al contrario, a través de un LBO.

La década de los 80's fue de alta volatilidad para las Bolsas latinoamericanas.

Consideremos el IPC y el Bovespa en la última década. El primero produjo $R=13.90\%$ con 24.4% de volatilidad y el segundo $R=14.40\%$ con 34.70% de volatilidad. El Bovespa produjo rendimiento superior anual por 50 puntos base, pero ¿a qué costo? El Valor en Riesgo (VaR por sus siglas en inglés) nos ayuda a contestar esta pregunta. El VaR utiliza niveles de confiabilidad bajo los cuales calculamos la peor pérdida esperada en un horizonte de inversión específico. El nivel de confiabilidad (C) se expresa como porcentaje pero en realidad nos dice a cuántas desviaciones estándar a la izquierda de la media llegamos a ese punto donde el $C\%$ de los resultados son iguales o mayores. Es decir, el punto (en moneda) que corresponde al peor resultado.

Figura 6. Potencial de Pérdida por Volatilidad

	1990 - 2010 Anual					1980-1989 Anual				
	R	Rango 2σ		σ	Prob. de Pérdida	R	Rango 2σ		σ	Prob. de Pérdida
		Máximo	Mínimo				Máximo	Mínimo		
IPC	15.4%	78.7%	(48.0%)	31.7%	31.4%	10.1%	168.4%	(100.0%)	79.2%	44.9%
Bovespa	15.9%	120.1%	(88.2%)	52.1%	38.0%	17.0%	155.4%	(100.0%)	69.2%	40.3%
IPSA	19.0%	67.8%	(29.7%)	24.4%	21.7%	-	-	-	-	-
IGBC	20.4%	88.6%	(47.8%)	34.1%	27.5%	-	-	-	-	-
S&P500	6.2%	36.6%	(24.1%)	15.2%	34.1%	12.6%	45.4%	(20.2%)	16.4%	22.1%
NASDAQ	8.8%	57.0%	(39.5%)	24.1%	35.8%	11.6%	50.7%	(27.4%)	19.5%	27.5%
Russell	9.0%	48.2%	(30.1%)	19.6%	32.2%	5.1%	45.4%	(35.2%)	20.1%	40.0%
Nikkei	(3.7%)	43.9%	(51.3%)	23.8%	56.2%	25.8%	62.7%	(11.1%)	18.5%	8.1%
FTSE	4.2%	42.6%	(34.3%)	19.2%	41.4%	17.7%	63.9%	(28.5%)	23.1%	22.2%
Kospi	1.3%	64.3%	(61.6%)	31.5%	48.3%	25.9%	73.7%	(21.8%)	23.9%	13.9%

	1990-1999 Anual					2000-2010 Anual				
	R	Rango 2σ		σ	Prob. de Pérdida	R	Rango 2σ		σ	Prob. de Pérdida
		Máximo	Mínimo				Máximo	Mínimo		
IPC	17.0%	93.5%	(59.5%)	38.2%	32.8%	13.9%	62.6%	(34.8%)	24.4%	28.4%
Bovespa	17.6%	149.9%	(100.0%)	66.2%	39.5%	14.4%	83.8%	(55.0%)	34.7%	33.9%
IPSA	22.8%	78.5%	(32.9%)	27.8%	20.6%	15.7%	57.2%	(25.8%)	20.8%	22.5%
IGBC	13.1%	88.5%	(62.4%)	37.7%	36.5%	26.7%	88.6%	(35.1%)	30.9%	19.4%
S&P500	15.3%	42.1%	(11.5%)	13.4%	12.7%	(1.4%)	31.4%	(34.2%)	16.4%	53.4%
NASDAQ	24.5%	65.7%	(16.7%)	20.6%	11.7%	(3.8%)	49.3%	(57.0%)	26.6%	55.7%
Russell	14.8%	48.4%	(18.9%)	16.8%	19.1%	4.1%	47.6%	(39.4%)	21.7%	42.6%
Nikkei	(3.8%)	50.7%	(58.2%)	27.2%	55.5%	(3.7%)	36.9%	(44.3%)	20.3%	57.2%
FTSE	11.1%	52.0%	(29.8%)	20.4%	29.3%	(1.8%)	34.1%	(37.7%)	17.9%	53.9%
Kospi	(4.1%)	64.2%	(72.4%)	34.1%	54.8%	6.5%	64.4%	(51.3%)	28.9%	41.1%

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

La Figura 6 utiliza el VaR para calcular pérdidas esperadas y el porcentaje de las instancias que resultarían en pérdidas para cada índice en cada periodo. Estas figuras nos ayudan a contestar cuánto cuesta (en pérdidas, en dispersión) esos 50 puntos base extra que produjo el Bovespa versus el IPC del 2000 al 2010. El costo fue un 5.5% adicional de probabilidad de pérdida.

La volatilidad del Bovespa y el IPC en la década de los 80's fue tan alta que la probabilidad de tener una pérdida fue cercana al 50%, incrementando la probabilidad no solo de una pérdida significativa, sino del 100% del capital invertido. Bovespa mantuvo este nivel de riesgo incluso en los 90's, siendo en la década de 2000-2010 cuando su perfil de riesgo mejoró.

La Figura 7 presenta un análisis del VaR absoluto, considerando un portafolio hipotético de \$100 millones de dólares, invertidos en su totalidad en cada índice, para cada período. El VaR muestra el monto de posible pérdida, en el peor escenario. Como ejemplo, el Bovespa fue el índice con mayor VaR absoluto del periodo 1979-2010, presentando una pérdida potencial de \$82 millones. Es decir, en el peor de los casos, un inversionista pudo perder 82% de su inversión en Bovespa. Este VaR es el máximo para todos los índices.

En los 90's el IPC mejoró considerablemente su riesgo, no así Brasil, que tuvo una mejora marginal.

Figura 7. Valor en Riesgo, Cartera de \$100 Millones de Dólares

País	1979-2010 ¹		1980-1990 ¹		1990-2000 ¹		2000-2010 ¹	
	Ganancia	VaR	Ganancia	VaR	Ganancia	VaR	Ganancia	VaR
IPC	\$15	(\$70)	\$10	(\$100)	\$18	(\$45)	\$15	(\$25)
Bovespa	\$13	(\$82)	\$14	(\$100)	\$21	(\$89)	\$17	(\$42)
IPSA	\$19	(\$21)	-	-	\$24	(\$22)	\$16	(\$18)
IGBC	\$20	(\$36)	-	-	\$13	(\$49)	\$27	(\$24)
S&P500	\$8	(\$17)	\$13	(\$14)	\$15	(\$7)	(\$1)	(\$28)
NASDAQ	\$10	(\$27)	\$12	(\$20)	\$24	(\$10)	(\$2)	(\$47)
Russell	\$9	(\$23)	\$6	(\$27)	\$15	(\$12)	\$5	(\$31)
Nikkei225	\$5	(\$31)	\$26	(\$4)	(\$3)	(\$48)	(\$3)	(\$37)
FTSE100	\$7	(\$26)	\$18	(\$20)	\$12	(\$22)	(\$1)	(\$31)
Kospi	\$8	(\$41)	\$26	(\$13)	(\$4)	(\$60)	\$7	(\$40)

¹VaR absoluto con un nivel de confianza de 95%; Ganancia y VaR en millones de dólares
 Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

¿Qué información podemos obtener de la Figura 7? En la década de los 80's Brasil y México fueron las inversiones más riesgosas, ya que en el peor de los casos se hubiera perdido el 100% de la inversión. En los 90's México mejoró considerablemente su riesgo, no así Brasil, que presenta un VaR de \$89 millones de dólares, mientras que en la década de los 2000, los cuatro países latinoamericanos presentan riesgos mucho más bajos que las décadas previas.

Los índices latinoamericanos presentan una tendencia de su riesgo a la baja, considerando al VaR como un indicador del riesgo país.

Considerando al VaR como un burdo indicador del riesgo país, podemos apreciar que el riesgo de los índices latinoamericanos presenta una tendencia a la baja, gracias a la superación de presiones inflacionarias y a su creciente integración a la globalización de los mercados financieros. En las economías desarrolladas (específicamente EUA e Inglaterra) se aprecia una tendencia a la baja similar a Latinoamérica en las décadas de los 80's y 90's, pero un incremento muy significativo del VaR en la década 2000-2010 (4 veces para el S&P 500, 4.7 para el NASDAQ, y 2.5 veces para Russell 2000). Este incremento puede explicarse por la ocurrencia de la burbuja tecnológica que reventó en el 2000-2001 y la crisis hipotecaria del 2008.

Con estas Figuras resalta la importancia del riesgo: Un índice en particular pudo resultar más rentable que los demás durante el mismo período, pero con pérdidas potenciales mucho mayor. Por ejemplo, Brasil registró un retorno 3 puntos más altos que México en la década de los 90's, pero con una pérdida potencial dos veces mayor.

Bursatilidad

El segundo tema que analizamos para evaluar el desarrollo de la BMV es bursatilidad, con base en volúmenes de transacción, número de emisoras que cotizan, y por consiguiente, capitalización total de mercado.

Nuestro análisis evalúa la liquidez/bursatilidad de los diez índices con base al volumen monetario, comparado al valor de capitalización de dichos índices.

Para evaluar eficiencia y desarrollo en mercados de valores, no es suficiente analizar rendimientos históricos ajustados al riesgo. Se pueden producir buenos rendimientos en un mercado de valores pero si éste no cuenta con suficiente liquidez, los precios pueden no reflejar toda la información de mercado. Así, dicho mercado sería susceptible a una fuerte corrección cuando toda la información relevante se asimilara. De igual manera, un mercado con poca liquidez puede sufrir un “Hoyo Negro” de liquidez, como sucedió con la deuda de países emergentes en 1998 a raíz de la Crisis Rusa, o como sucedió con los ya mencionados CDO’s en el 2008.

Evaluamos la liquidez/bursatilidad de los diez índices con base al volumen de transacción diaria, en moneda, que se efectúa en promedio comparado a la capitalización total de ese mercado (o de ese índice). El cálculo nos arroja una cifra en días (Días de Rotación Bursátil). Al igual que las razones financieras de desempeño de una emisora, a mayor rotación (o menor número de días), mayor eficiencia en el mercado. Es decir, la información y la inteligencia acumulada del mercado se diseminan más rápidamente.

La otra perspectiva que usamos para evaluar bursatilidad es capitalización de mercado y número de emisoras. Entre más grandes sean estas cifras, más eficiente es el mercado. ¿Por qué? Supongamos una economía mixta donde un alto porcentaje de las empresas son paraestatales. Obviamente estas no cotizaran en Bolsa (o al menos la mayoría de su capital económico no lo hará), dejando el universo de emisoras potenciales (es decir, compañías del sector privado) más limitado. Supongamos que esa economía además favorece subsidios y monopolios en el sector privado. Así, podríamos tener una Bolsa con muy pocas emisoras que disfrutaran de ventajas competitivas a nivel doméstico, y si son subsidiadas, a nivel internacional. Dichas emisoras probablemente producirían tan buenos o mejores rendimientos que emisoras de otros países que compiten sin subsidios. Tal Bolsa daría buenos resultados pero en realidad ofrecería pocas opciones a los inversionistas además de representar en muy bajo grado el Producto Interno Bruto de ese país. Serían muy pocas empresas que en realidad tuvieran acceso al capital más barato: el que se emite en los mercados de valores.

Chile presenta una razón CapB/PIB cercana a dos veces la de EUA, debido en parte al menor tamaño de su economía y gozar actualmente de altos múltiplos de valuación.

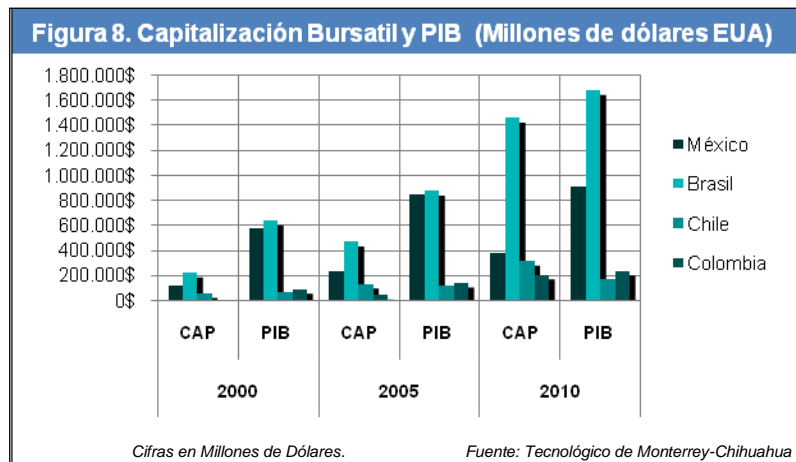
Es por esto que nuestro análisis incluye una razón de Capitalización Bursátil a PIB (CapB/PIB). Entre más grande sea esta razón, mayor es el porcentaje de la economía que tiene acceso eficiente a capital (al capital del mercado de valores). Una razón CapB/PIB mayor a 1x generalmente indica una Bolsa de una economía desarrollada, como es el caso de Estados Unidos, Inglaterra y Japón. No se confunda “Bolsa de economía desarrollada” con “Bolsa superior en rendimientos”.

En el 2010, la razón CapB/PIB de Chile es casi el doble que la de Estados Unidos. Pero el IPSA no es dos veces más desarrollado que las Bolsas norteamericanas. Lo que pasa es que para Chile, con 230 emisoras y una economía menor que la de varias ciudades estadounidenses, es más fácil llegar a una razón CapB/PIB mayor a 1x, sobre todo si actualmente el IPSA disfruta de múltiplos P/UPA relativamente altos.

Capitalización Bursátil-PIB

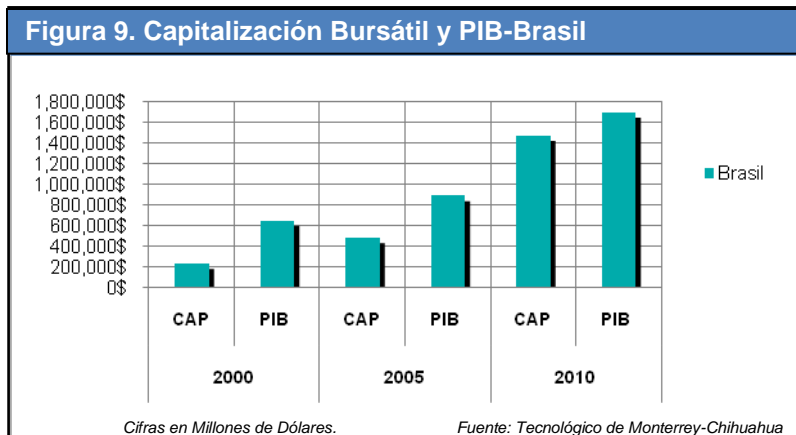
Al hacer una comparación de la capitalización de los índices latinoamericanos estudiados, observamos que México ha tenido un pobre crecimiento económico, mientras que Chile, Colombia y Brasil mostraron un crecimiento importante en el periodo. Es destacable que en este último país (Brasil) su capitalización bursátil creció en 549%, mientras que en México en 210%. Con estas cifras se puede ver la gran distancia que existe en estos momentos entre

En Brasil el PIB creció del año 2000 al 2010 en un 162.22% anual y su capitalización bursátil en 549%; para México, las cifras de crecimiento son de 58% y 210% respectivamente.



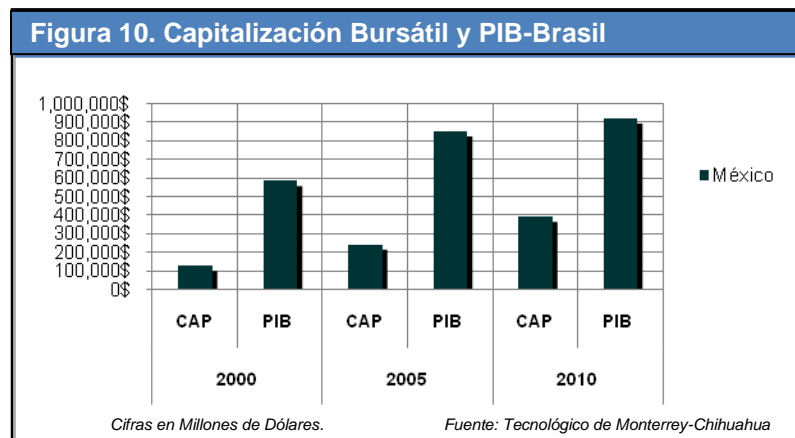
México y Brasil, este último ya como el principal país latinoamericano en lo que a tamaño de mercado de valores se refiere y México ubicado en la segunda posición. Sin embargo si se hace una comparación tomando en cuenta los crecimientos acumulados reales en la década del 2000 al 2010 el de Brasil es de 39.8% y el de México de 17.1% mientras que para el periodo del 2005 al 2010 la tasa acumulada de crecimiento real para Brasil fue de 22.1% y para México de 7.1%. Lo que nos demuestra que ambos países han sufrido presiones inflacionarias muy significativas.

Del 2000 al 2005, México experimentó un crecimiento del PIB de 46%, mayor al 37% de la economía brasileña.



Como se había mencionado anteriormente, una desarrollada impulsa el financiamiento para las empresas y en consecuencia ayuda al crecimiento económico del país. Esta diferencia en el mercado de valores de México y Brasil es muy notable y es un factor muy importante para el crecimiento de ambos países. Por ejemplo, del 2005 al 2010 la capitalización bursátil de Brasil

aumentó en 209% y en México en 62%, en el mismo Periodo el PIB tuvo un incremento del 92% y 8% en Brasil y México respectivamente. Esto representa una diferencia en incremento del PIB de 84% entre ambos países.



Por cada punto porcentual que se incrementó la capitalización de Brasil, su PIB lo hizo en 0.44%, mientras que para México fue de un punto porcentual para incrementar el PIB en 0.13%.

Por cada punto porcentual que se incrementó la capitalización de Brasil, su PIB lo hizo en 0.44%, mientras que para México fue de un punto porcentual para incrementar el PIB en 0.13%. Para el año 2000 el valor de capitalización de mercado de la Bolsa Mexicana representaba el 22% del Producto Interno Bruto (PIB), mientras que para Brasil era del 35%. En el 2005 el valor de capitalización de la BMV pasó a ser el 28%, un incremento de 6% con respecto al 2000. En cuanto a Brasil se refiere su valor de capitalización para ese mismo año se ubicó en 54%, un incremento de 19% en 5 años. Para el año 2010 esa misma variable supone un 42% para México y de 87% para Brasil, un aumento de 14% y 33% respectivamente del 2005 al 2010.

La Bolsa de Valores de Brasil ha venido creciendo considerablemente mientras que en México ha tenido un crecimiento más modesto. Tomando como referencia el año 2000 y 2010, en México el valor de capitalización de mercado de la Bolsa como proporción del PIB pasó de 22% a 42% respectivamente, mientras que Brasil se movió de 35% a 87%. En términos de variación esto significa un incremento de 90.9% para México y de 148.5% para Brasil.

En la actualidad el mercado de valores de Brasil como impulsor de la economía nacional es comparable con las grandes economías del mundo. Por ejemplo en Estados Unidos y Japón la razón capitalización de mercado/PIB es de 98% y 68% respectivamente para el año 2010. Mientras que México se queda rezagado en último lugar de todos los países analizados en ese mismo año. Aunque Colombia y Chile presenten un notable crecimiento en su capitalización con respecto al PIB, su economía es poco comparable con la de México y Brasil, por lo que cualquier aumento en la capitalización bursátil o en el PIB supone grandes variaciones (para más información, ver las Tablas 7, 8 y 9 que se encuentran en el Anexo). Por lo anterior podemos decir que el pobre desarrollo del mercado de valores en México no ha impulsado el crecimiento económico como ha sucedido en Brasil.

Rotación Bursátil

La rotación bursátil es una medida que indica cuántos días tarda un índice para lograr alcanzar su capitalización total; entre mayor sea el número de días de rotación bursátil, existirá menor liquidez y menor eficiencia en los precios reflejados en dicha Bolsa de Valores.

Los días de Rotación Bursátil para el año 2010 se redujeron a 1,210 días en México y a 625 días en Brasil, una disminución de 20.3% y 60.4% respectivamente respecto al 2005.

México y Brasil han tenido un comportamiento similar (Figura 11). Sus días de rotación bursátil se incrementaron en el periodo 2000-2005; México pasó de 985 a 1,519 días, mientras que Brasil tuvo un incremento de 802 a 1,034 días. Para el año 2010 estos días se redujeron a 1,210 días en México y a 625 días en Brasil. México en la actualidad es menos bursátil que Brasil. Por otro lado, Bovespa ya está acercándose a los grandes índices estadounidenses. Este resultado nuevamente hace ver que

Figura 11. Días de Rotación Bursátil

	2000	2005	2010
IPC	985	1,519	1,210
BOVESPA	802	1,034	625
KOSPI	3,574	2,591	2,496
RUSSELL 2000	3,533	1,759	3,102
S&P500	179	258	347
NASDAQ	65	129	94
NIKKEI225	79	165	302
IPSA	491	380	328
IGBC	204	194	441
FTSE100	111	214	232

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

el mercado de valores brasileño está más desarrollado que el mexicano, posicionándose como la mejor opción en Latinoamérica. (La información a detalle se presenta en Tablas 5 y 6 del Anexo). Al analizar las dos razones anteriores se puede concluir que Brasil ya ha superado a México en cuanto a la eficiencia en el mercado de valores. Existen varias razones que ayudaran a entender esta diferencia y se trataran de explicar en las siguientes páginas.

Es evidente que México requiere modernizar su sector financiero/banca de inversión, de manera que no solamente América Móvil, Cemex, Grupo México, Inmuebles Carso, Telmex y Televisa tengan un fuerte mercado de compra-venta. Por otro lado, resulta interesante que el NASDAQ es por mucho el índice más bursátil, con una rotación de solo 94 días. Esto se debe a que en gran parte, la tecnología mueve la industria y la mayoría de los inversionistas conocen los productos de Apple, Microsoft, Oracle, Cisco Systems o a diario usan Yahoo! o Google. El otro lado de la moneda es el KOSPI que tiene una rotación de 2,496 días, cifra sorprendente si consideramos que los volúmenes de contratos de futuros del índice KOSPI es el más grande de todos los futuros de índices bursátiles.

Marco Legal y Fiscal

Las tasas y beneficios fiscales que los distintos países se establecen son factor para incentivar la participación de inversionistas en los distintos mercados bursátiles. Es por eso que consideramos importante hacer un análisis comparativo de incentivos en los países del continente americano.

Figura 12. Comparativo de Información Tributaria

Información Tributaria	EUA	Brasil ¹	México	Chile	Colombia
Impuesto a la Renta Corporativa	35%	25%	30%	17%	37%
Impuesto Ganancia de Capital	38%	25%	30%	17%	35%
Dividendos	25%	0%	0%	18%	7%

*El impuesto al capital es de un 15% pero un 10% de recargo se aplica a ganancias que excedan los 240 mil BRL por año
 Los impuestos que pagan las filiales son iguales a la renta corporativa nacional*

Fuente Tecnológico De Monterrey-Chihuahua

México

México tiene varios incentivos que promueven la inversión en el mercado bursátil. Las sociedades mexicanas tienen como obligación el mantener una cuenta de utilidad fiscal neta mejor conocida como “CUFIN”, la que impide la doble tributación en derechos patrimoniales. Si el monto a pagar en dividendos supera el importe contenido en la cuenta “CUFIN”, el impuesto está sujeto a cargo del pagador por la parte proporcional que exceda el límite. La ganancia de capital por su parte tiene un gravamen del 30%, un nivel mayor que en Brasil y Chile y menor que en EUA y Colombia.

El entorno fiscal no es un factor que limite el atractivo y eficiencia de la Bolsa Mexicana para el inversionista mundial.

Los dividendos derivados de la participación en entidades no residentes en México, se incluyen en la base que se le impone por su importe bruto, pudiendo deducirse tanto las retenciones como en su caso el impuesto directamente pagado por la entidad mexicana en el extranjero. Este aspecto representa una ventaja comparativa para el mercado de valores mexicano.

Brasil

En Brasil el régimen fiscal de dividendos, al igual que en México, mantiene una tributación del 0%. Las ganancias de capital tienen un cargo impositivo del 15% y un 10% extra es aplicado a ganancias que excedan los \$240,000 reales por año. Ambos países latinoamericanos tienen ventajas comparativas en lo que a régimen fiscal, comparados con países como EUA, Chile y Colombia, donde existe una doble tributación, ya que en estos países se paga un ISR y a su vez por dividendos distribuidos, del 25%, 18% y 7% respectivamente.

México y Brasil no gravan los dividendos y evitan la incongruente doble imposición fiscal que se da en EUA y Chile.

Chile

Chile tiene la tasa de impuesto a la renta corporativa más baja en comparación a los países analizados pues solo es del 17%, lo cual le daría una ventaja en cuanto al pago de impuestos. Sin embargo, tiene un gravamen en los dividendos del 18% que es mayor a los demás países excepto EUA, esto crea una compensación a la hora de realizar una comparación que pudiera darnos ventajas tributarias. Esta desventaja se anula en casos en que la emisora no paga dividendos y el inversionista crea sus dividendos caseros.

Chile tiene la tasa de dividendos más alta entre los países latinoamericanos analizados, siendo solo menor a la de EUA.

Colombia

Colombia contempla un régimen que otorga una exención del impuesto sobre la renta y complementarios por un período de diez años a las nuevas empresas agrícolas, ganaderas y microempresas, que no se relacionen con la exploración y explotación de hidrocarburos y a aquéllas preexistentes al 21 de julio de 1994. Cabe mencionar que este país es el que mantiene la más alta tasa de impuesto sobre la renta con un 36.7%. Además de manejar la doble tributación sobre los derechos patrimoniales con un cargo del 7% a los dividendos recibidos. Este es el país con menores ventajas en lo que a marco legal y fiscal se refiere, de los países analizados.

Colombia otorga exención del ISR por diez años a ciertas empresas existentes antes de 1994.

La tributación fiscal es un factor de ventaja o incentivo para la inversión en el país, lo que impacta la bursatilidad de su Bolsa. Al inversionista le importan rendimientos netos de impuestos y ajustados al riesgo asumido. Como muestra la Figura 12, Brasil es el único país cuyo marco fiscal ofrece una leve ventaja sobre México en el continente. Concluimos que el entorno fiscal no es un factor que limite el atractivo y eficiencia de la Bolsa Mexicana para el inversionista mundial, y comparado con Chile y EUA resulta hasta una ventaja competitiva.

Factores Limitantes de la Eficiencia de la BMV

Nuestro análisis nos lleva a la conclusión que la BMV está subdesarrollada en comparación con países como Estados Unidos y cada vez nos alejamos más de ser comparados con Brasil. Considerando que tanto los rendimientos efectivos como el marco fiscal deberían de convertir al mercado de valores mexicano en una opción más atractiva, creemos que los factores que limitan la bursatilidad en México tienen mucho mayor peso que los beneficios señalados. ¿Cuáles son estos factores limitantes? Consideramos que hay cinco cruciales y los desarrollamos en orden de importancia.

1) Tenencia Accionaria en Familias Controladoras

Familias controladoras, efecto “emperador azteca”, ausencia de formadores de mercado, falta de cultura de inversión y estancamiento del mercado de colocaciones iniciales son factores que limitan la bursatilidad en México.

Haciendo una comparación con países de primer mundo como EUA e Inglaterra, una característica que los distingue es el buen gobierno corporativo de sus empresas. Generalmente, en las Bolsas más desarrolladas la tenencia accionaria representa el derecho y la influencia sobre la operación directiva en proporción equitativa. En otras palabras, una posición del 2% de las acciones con voto de una emisora implica controlar en 2% las decisiones de inversión del gobierno corporativo.

Cotizar en Bolsa da acceso al capital más barato y abundante, pero implica perder algo de control. En países desarrollados, es común que tanto la familia fundadora como el equipo directivo tengan en su poder menos del 10% de las acciones. Asimismo, es común que inversionistas institucionales (pensiones, aseguradoras, fideicomisos, operadoras de inversión) tengan más de 40% de las acciones. Así un número pequeño de participantes (los inversionistas institucionales) externos al grupo fundador ó directivo, tienen mucha influencia sobre el futuro de la compañía y de sus directivos. Por la naturaleza de su función, los inversionistas institucionales tienen el conocimiento e incentivo de concentrarse en el desempeño de la emisora y de su mesa directiva. A mayor nivel de inversión institucional, mayor desarrollo o eficiencia de la Bolsa. Esto sucede en Inglaterra, EUA, Japón y no sucede ni en México ni Brasil.

A mayor nivel de inversión institucional, mayor desarrollo o eficiencia de la Bolsa. Esto sucede en EUA, Japón, pero no en México ni Brasil.

Con una equitativa distribución de la participación de accionistas, en el momento que se lleva a cabo una práctica que no le favorece, se toman las medidas necesarias para eliminar esa pérdida en eficiencia. En comparación, los porcentajes de tenencia entre fundadores e inversionistas institucionales están invertidos. Las Figuras 13, 15 y 16 nos muestran este efecto a detalle. Cuando en Estados Unidos o Inglaterra los inversionistas institucionales tienen el control y no titubean en actuar en conjunto con su voto para reemplazar un Ejecutivo que haya fallado en su estrategia, en México la balanza de poder esta invertida. Los inversionistas institucionales son generalmente espectadores sin el porcentaje de voto capaz de tomar acciones correctivas, lo que implica que el gobierno corporativo aquí es poco efectivo.

2) Efecto del “Emperador Azteca”

Las empresas mexicanas sufren de un efecto al que llamamos “Emperador Azteca”. Las emisoras en México están en manos de unos cuantos accionistas. Generalmente la familia fundadora posee la mayor parte de los títulos, lo que limita la flotación y bursatilidad de los mismos. Creemos que esto se debe a la cultura del mexicano que incentiva la centralización del poder de decisión en una sola persona. La mentalidad que prefiere que toda la responsabilidad caiga en una persona fomenta la costumbre de señalar a un culpable. Las empresas mexicanas sufren de este síntoma.

El efecto “Emperador Azteca” prevalece en nuestra cultura, donde se le da toda la autoridad a una figura.

En emisoras de la BMV, este “Emperador Azteca” tiene implicaciones opuestas. Por un lado, el (inversionista) mexicano no se sentiría cómodo invirtiendo en un negocio donde no manda un “Moctezuma”. Pero ya que en la mayorías de los negocios en efecto manda un “Moctezuma”, al final este (inversionista) mexicano siente desconfianza a invertir su patrimonio en una emisora donde sus acciones no tienen voz ni voto y sus rendimientos y dividendos los determina “Moctezuma”. Esta dualidad resulta en poca participación en la Bolsa por parte del ciudadano. Pero el problema es más grave ya que muchos inversionistas extranjeros que no sufren del efecto “Emperador” tendrán mucho menor interés que el mexicano en invertir en acciones cuya voz y voto será fácilmente llamada por “Moctezuma”.

¿Dónde se ve este efecto del “Emperador Azteca”? Lo vemos en todas las fases de la cultura mexicana. En el gobierno, en organismos y comisiones nacionales que buscan este “jefe único” en nuestras empresas, en la familia, hasta en el fútbol. Cuando una de las principales virtudes de cualquier Bolsa es su carácter democrático donde cada acción tiene voto y donde el inversionista institucional tiende a velar por los intereses de todo accionista, nuestra psicología impone un fuerte freno a esta característica dentro de nuestro mercado de valores.

3) Ausencia de Formadores de Mercado

Un formador de mercado brinda liquidez a una emisora e información al mercado.

El 18 de Septiembre 2008 comenzaron a operar los primeros formadores de mercado en México. Un formador mantiene posturas de compra y venta de varias acciones, brindando liquidez e información al mercado con base en precios de referencia al mercado. La iniciativa del muy necesitado formador de mercado en México tardo 10 largos años desde su implementación en MexDer, pasando por estudios de los varios organismos financieros, hasta su retrasada aprobación en 2008.

Figura 13. Familias Controladoras de Emisoras en la BMV

Familia	Empresa	Tenencia	Familia	Empresa	Tenencia
Slim	América Móvil	33%	Bailleres	Peñoles	35%
	Telmex	43%		Palacio de Hierro	72%
	Grupo Carso	77%		GNP	68%
	Inbursa	71%		Profuturo	72%
	Ideal	14%		González	Banorte
Larrea Mota	Grupo México	47%	Barrera	Maseca	52%
		78%	Familias Arizpe	Arca	87%
Servitje	Bimbo	37%	María A. Aramb.	Televisa	3%
Garza Lagüera	FEMSA	58%	Azcárraga Jean	Grupo Modelo	10%
	SAVIA	75%		Televisa	15%
Salinas Pliego	Electra	52%	Garza Sada	Grupo Alfa	45%
	TV Azteca	68%	González	Comercial Mexicana	68%
	Iusacell	86%	Robinson Bours	Bachoco	83%
Martín Bringas	Soriana	65%	Nicolas	Homex	29%
Garza González	FAMSA	27%	Virgil	ICH	37%
Chico Pardo	ASUR	2%	Berdegue	CID Resorts	58%
	Casa Saba	22%	Barrera	Gruma	50%
Milmo	AXTEL	49%	Rincón	Biopappel	39%
Almeida	Inter ceramic	64%	Serrano	SCI	18%
Garza	FAMSA	22%	Peñaloza	PINFRA	49%
Bautista	Maseca	n.a	Terrazas	GCC	47%
Baeza Fares	BAFAR				

Fuente: Tecnológico De Monterrey-Chihuahua, Bloomberg, Forbes

Solo 6 Casas de Bolsa actúan como formadores de mercado en México, y solo se promueven menos de 30 emisoras actualmente.

Actualmente existen solo 6 Casas de Bolsa que funcionan como formadores de mercado, promoviendo menos de 30 emisoras. De nuevo, aquí brillan por su falta de participación las Casas de Bolsa de nuestros bancos "México-europeos". La falta de formadores de mercado en México se debe al desconocimiento de sus beneficios (liquidez, "descubrimiento" de precio) además de que en México se le cobra a la emisora cerca de \$900,000 anuales por el formador. En países desarrollados, el dinamismo de los inversionistas y la cultura de inversión permiten que el formador obtenga buena rentabilidad en su función y no requiera ser una carga a la emisora. La presencia del formador de mercado puede ser un gran estímulo para la bursatilidad de un mercado, pero su tardada aprobación y lenta y onerosa adopción en México retardará sus efectos positivos.

4) Falta de Cultura de Inversión

Solo 6 Casas de Bolsa actúan como formadores de mercado en México, y solo se promueven menos de 30 emisoras actualmente.

La falta de confianza en las instituciones financieras deriva en parte de las fuertes crisis que ha sufrido el sector en México, aunado a un desconocimiento de las PYMES sobre los beneficios del mercado de valores, han provocado que cada vez sean menos las empresas que buscan cotizar en la BMV. El miedo del mexicano que se rige bajo la premisa de "más vale pájaro en mano, que ver un ciento volar" lo hace ignorar inversiones en Bolsa, sobre todo cuando el fundador retiene el control total. Esto crea un círculo vicioso donde menos empresas en el país logran acceso al mercado de valores y corren el posible rezago ante la competencia internacional que sí obtiene ese capital barato. Las empresas nacionales tienen que ignorar proyectos por su alto costo de capital y el desarrollo económico del país se merma.

Existe un esquema de constitución corporativa aplicable a empresas con potencial para prepararlas para su entrada a la Bolsa, como la Sociedad Anónima Promotora de Inversión (SAPI's), Sociedades Anónimas Promotoras de Inversión Bursátil (SAPIB's) y Sociedad Anónima Bursátil (SAB), que piden requisitos similares a los de una empresa que cotiza en Bolsa. Es una buena idea de recién implementación pero aun son pocas las emisoras que han tomado este camino con éxito. El tema de la cultura de inversión merece una consideración especial y se desarrolla más a fondo al final de este análisis.

5) Estancamiento del Mercado de Colocaciones Iniciales

México solo tuvo 24 colocaciones iniciales (IPO's) en la década 2000-2010; Brasil tuvo 126.

Otro indicador del desarrollo de un mercado de valores es el número de ofertas públicas iniciales (IPO's, por sus siglas en inglés) que se dan en un determinado periodo de tiempo. Una mayor cantidad de empresas que cotizan ofrecen más opciones al público inversionista, además de indicar dinamismo en la Bolsa al generar nuevos mercados.

Figura 14. IPO's de la Década 2000-2010

	IPO's	Total	Promedio de IPO's	σ por IPO's	"Ventana" de IPO's	Principales colocadores*
México	24	\$5,665	\$236	\$188	0.80	BBVA (7), Accival (6), UBS (5).
Brasil	126	\$58,000	\$460	\$858	1.86	UBS (64), Credit Suisse (50), Itau (27).
Chile	13	\$1,625	\$125	\$139	1.11	Larrain Vial (6).
E.U.A.	2,391	\$599,225	\$251	\$693	2.77	BofAML (493), MS (305), GS (286).

*BofAML: Bank of America Merrill Lynch; MS: Morgan Stanley; GS: Goldman Sachs
 Información en Millones de Dólares
 Numero de colocaciones, incluye líder y co-líder
 Fuente: Bloomberg, Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

El sistema financiero en México está en manos de bancos extranjeros que nunca se han distinguido por su dinamismo bursátil.

Se observa en la Figura 13 que las colocaciones realizadas en Estados Unidos superan por mucho a las colocaciones acumuladas de México, Brasil y Chile, demostrando el subdesarrollo de Latinoamérica en general y, aun más grave, el de México comparado con Brasil y Chile. Cabe destacar que durante 2010, los bancos brasileños Itau y BTG sobrepasaron a los bancos europeos y americanos en colocaciones en Brasil, indicador adicional del desarrollo bursátil que se presenta en Brasil.

Como ya insinuamos al hablar del formador de mercado, la primera década del milenio fue “La Década Perdida” para el mercado de valores mexicanos. Tener solo 24 colocaciones iniciales (IPO’s) nos dice que además de la falta de cultura de inversión, hay una falta de banca de inversión. Chile es un país con una economía menor a la del Estado de Nuevo León, y sin embargo tuvo 13 IPO’s. Brasil tuvo veces más IPO’s que México. El brasileño Itau por sí mismo colocó más emisiones (27) que todo México y 4 veces más que el líder en México (el español BBVA).

¿Acaso no hay empresas en México con los fundamentos para cotizar? Pensamos que si las hay. Lo que no hay es una banca de inversión dinámica, ya que nuestro sistema financiero quedó desde la última recapitalización en manos de bancos principalmente europeos. Estos bancos prefieren colocar créditos caros en México y no moverle al mercado de valores, además de que dichos bancos europeos nunca se han distinguido por su dinamismo en el mercado de valores en ningún lugar.

El estancamiento de los IPO’s tiene fuertes repercusiones a corto y mediano plazo. Las empresas mexicanas que no llegan a cotizar se van rezagando al perder competitividad mundial por tener un costo de capital más alto. En la Figura 13 se presenta también un indicador nuestro que mide la flexibilidad de la Bolsa para colocar empresas de mediana capitalización. Esta “ventana” de colocaciones se calcula dividiendo la desviación estándar del IPO entre el valor promedio de estas. Entre más grande sea el resultado, es más factible la colocación de emisoras de tamaño mediano en ese mercado. Una desviación estándar más alta indica mayor diferencia entre los valores de colocación. La ventana de México está debajo de 1x mientras que Brasil y Chile tienen ventanas de 1.86 y 1.11 respectivamente.

Inversión Institucional

No consideramos a la falta de inversionistas institucionales como una causa de la baja eficiencia de la Bolsa Mexicana sino un derivado de varios de los limitantes que mencionamos.

Figura 15. Inversión Institucional

País	% de Inversión
<i>Inglaterra</i>	65.0%
<i>E.U.A.</i>	60.0%
<i>Brasil</i>	42.0%
<i>Colombia</i>	44.0%
<i>Japón</i>	38.7%
<i>Corea</i>	32.3%
<i>Chile</i>	24.4%
<i>México</i>	13.7%

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua, Bloomberg

La Figura 15 muestra la participación de inversionistas institucionales en las Bolsas de nuestro estudio. Es alarmante la baja participación en México (13.7%) comparada con todos los demás. Mientras Estados Unidos e Inglaterra muestran altos niveles propios de una sociedad bursátil “democrática”, Brasil y Colombia cuentan con niveles adecuados (cerca del 40%). ¿Por qué un rezago tan preocupante? En igualdad de circunstancias, el inversionista institucional buscará rendimientos en

*“En México, las AFORES y el SAR son los mayores inversionistas institucionales.”
(Alejandro Werner,
Subsecretario de Hacienda).*

aquellas emisiones en las que el peso de su voto sea proporcional a su participación accionaria. La Figura 16 muestra la tenencia institucional y de accionista mayoritario (fundador) de las 37 emisoras componentes del IPC. El accionista mayoritario fundador tiene control efectivo (más del 50% de las acciones) en ocho de las emisoras. En 11 de 35 emisoras, el accionista mayoritario fundador tiene más del doble de acciones que los inversionistas institucionales en conjunto, y en otras 3 el fundador tiene más acciones que los institucionales en conjunto. Es decir, en 14 de las emisoras del IPC, resultaría muy difícil para los inversionistas institucionales hacer contar sus acciones y efectuar un cambio en estrategias, dirección o directivos de la empresa. En casos así, los inversionistas institucionales buscaran mercados fuera de México donde la directiva no controle el voto. Del mismo modo, el inversionista institucional buscará inversiones en mercados dinámicos, por ejemplo Bolsas con un mercado de IPO's activo donde se pueden aprovechar oportunidades de alto crecimiento potencial. Con el estancamiento en México, los inversionistas institucionales buscaran otros mercados que muestren dinamismo.

Las inversiones institucionales en una emisión suelen ser de tamaño importante, por lo que el inversionista institucional buscará mercados de alta liquidez de preferencia con presencia de fomentadores de mercado. Al ser estos tan escasos en México, los inversionistas institucionales buscaran inversiones en otros países.

Estos son los principales factores que ahuyentan inversionistas institucionales de la Bolsa Mexicana. Es por eso que en México los principales inversionistas institucionales son domésticos: las AFORES y el SAR. Pero dado el marco de cultura bursátil del país, es claro que se pierde una captación de activos importantes provenientes de las grandes operadoras internacionales de Bolsa como Fidelity, State Street, Vanguard y Alliance Capital.

Opinamos que éstas dejan de invertir una proporción más importantes de sus fondos de mercados emergentes en México al considerar las limitantes.

México tiene la menor proporción de inversión institucional de los países analizados (13.7%)

La presencia de inversión institucional es un mecanismo de autocontrol en la Bolsa e impulsa a las emisoras a obtener mejores rendimientos sobre el capital. Sin duda, a mayor participación de instituciones habrá mayor desarrollo en la Bolsa, por lo que las instituciones actuaran con la meta de proteger y maximizar sus inversiones, lo que a su vez protege al pequeño inversionista, fomentando la cultura de inversión. Vemos la baja participación institucional en México como un círculo vicioso y efecto alarmante de las limitantes que se tienen. Consideramos dicho nivel de participación como un indicador a futuro del desarrollo de nuestra Bolsa. La Figura 15 muestra mayor detalle de la participación institucional en México, comparada con accionistas mayoritarios. Cuando este último tiene un gran por ciento de la emisión, invariablemente es el fundador de la empresa.

Una fuente de capital que puede incrementar el nivel de inversión institucional en México a futuro son los fondos de pensiones y AFORES. El crecimiento de los fondos de pensiones se ha frenado por una lenta reforma estructural al sistema de pensiones. En el 2009, el sistema de pensiones mexicano contaba solamente con \$86,300 millones de dólares. Esta cifra es menor a la que se maneja en Chile, una economía 6 veces menor a la mexicana que sin embargo maneja fondos de pensiones de \$117,900 millones de dólares. Brasil cuenta con \$282,300 millones en pensiones, más del triple que México.

Figura 16. Inversión Institucional y Accionista Mayoritario en el IPC

Emisora	Valor de Mercado ¹	Tenencia Institucional	% Accionista Mayoritario	Emisora	Valor de Mercado ¹	Tenencia Institucional	% Accionista Mayoritario
Alfa	\$71	13.9%	3.0%	Genomma Lab	\$34	22.2%	2.1%
America Movil	\$1,422	9.9%	16.9%	Geo	\$23	35.9%	8.6%
Ara	\$10	23.8%	3.7%	Gruma	\$13	19.4%	50.2%
Arca	\$49	5.0%	1.9%	Homex	\$22	45.9%	35.1%
ASUR	\$20	5.8%	27.3%	Ica	\$20	39.1%	7.3%
Axtel	\$9	11.1%	13.7%	ICH	\$21	9.9%	37.6%
Banorte	\$115	30.9%	3.6%	Inbursa	\$179	26.9%	53.0%
Bimbo	\$120	4.9%	1.2%	Inm. Carso	\$31	1.0%	40.0%
Bolsa	\$15	23.4%	2.5%	Kimberly Clark	\$78	30.8%	4.3%
Cemex	\$122	14.1%	2.9%	Mexichem	\$77	9.1%	1.4%
Chedraui	\$36	6.9%	2.1%	Modelo	\$243	25.7%	50.2%
Comercial Mex.	\$17	26.6%	15.9%	Peñoles	\$166	14.2%	4.5%
Compartamos	\$35	4.2%	2.4%	Soriana	\$67	5.6%	2.4%
Elektra	\$122	3.1%	73.0%	Televisa *	\$178	10.9%	81.9%
Femsa	\$219	16.3%	3.4%	Telmex	\$184	13.8%	47.5%
Frisco	\$123	1.0%	55.0%	TV Azteca	\$22	4.3%	1.6%
G. Carso	\$82	4.7%	79.4%	Urbi	\$29	28.0%	5.8%
G. Mexico	\$378	13.6%	1.5%	Walt-Mart	\$609	11.1%	65.2%
GAP	\$27	11.3%	15.5%	IPC	\$4,988	13.7%	27.8%

¹Valor de mercado del inversionista institucional (\$000 MM).

*Participación Institucional sin tomar en cuenta fideicomisos

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua, Bloomberg

Cultura de Inversión y Análisis Bursátil Nulos

Sostenemos que la falta de cultura de inversión en México es una limitante importante que inhibe el crecimiento y desarrollo bursátil de la Bolsa. Esta falta de cultura se manifiesta en varios aspectos: a nivel individual, a nivel empresarial y a nivel sistema financiero.

Muchas emisoras creen que cotizar en Bolsa es un derecho que no implica responsabilidad, pierden credibilidad y se cierran el acceso al mercado de valores.

El inversionista individual no entiende o no confía en el mercado bursátil. Por eso prefiere muchas veces inversiones de renta fija, depósitos de muy bajo interés o invertir en pequeños comercios aun cuando se pudieran obtener rentas mayores en la Bolsa.

Las empresas con crecimiento e ingresos apropiados para cotizar en Bolsa a menudo no valoran la oportunidad de levantar el capital de costo más bajo y se conserva privada. Y muchas de las emisoras creen que cotizar en Bolsa es un derecho que no implica responsabilidad, pierden la confianza de los inversionistas, y se cierran el acceso al eficiente mercado de valores en un futuro. Tanto la empresa que permanece privada como la que no se adhiere a la disciplina de la Bolsa corren el riesgo de perder competitividad frente a emisoras que si responden y expanden sus posibilidades de crecimiento futuras.

A nivel sistema financiero, no se aprecia un sentido de urgencia para inyectar dinamismo al mercado de valores. Así, vemos una incorporación retardada y costosa del formador de mercado, un mercado de colocaciones iniciales inexistente e instituciones bancarias que se enfocan solamente en su cartera de crédito y deterioran su banca de inversión.

Capacidad de Análisis Bursátil en México

Otro indicador de la cultura de inversión bursátil en un país es la presencia o ausencia de departamentos de análisis bursátil en las instituciones financieras. Las principales instituciones de México que cuentan con un departamento de análisis bursátil son IXE, Santander, Scotiabank, Vector, Barclays HSBC y GBM mientras Goldman Sachs, JP Morgan, UBS, Deutsche Bank y Citi tienen analistas cubriendo emisoras de la BMV, estos lo hacen desde Nueva York combinando cobertura con emisoras del resto de Latinoamérica.

¿Por qué nos importa la capacidad de análisis bursátil? Más análisis implica más inteligencia y transparencia de mercado.

El análisis bursátil en México es escaso. No se puede acceder fácilmente a reportes bursátiles de calidad elaborados en México. Un recuento de la cobertura de emisoras mexicanas indica que son muy pocas las que se analizan. Son contadas las emisoras cubiertas por más de 10 analistas, cuando en Estados Unidos hay cientos de acciones que tienen más de 20 analistas cubriéndolas. Cuando en México las únicas instituciones netamente mexicanas con análisis bursátil significativo son IXE, Vector y GBM, en Brasil hay más de diez instituciones brasileñas que proporcionan análisis completo.

¿Y por qué nos importa la capacidad de análisis bursátil y la cantidad de analistas que proveen cobertura? Al igual que el inversionista institucional, un buen analista de Bolsa inyecta disciplina a los emisores. Una emisora como Urbi que es cubierta por 16 analistas tiene estimados de venta y utilidad bien establecidas que tiene que cumplir. Una emisora sin cobertura anuncia sus resultados y pasan desapercibidos. Los analistas también ayudan a diseminar información de mercado, cuestionar estrategias, e identificar tendencias y dinámicas de crecimiento. Más análisis implica más inteligencia y transparencia de mercado.

El número de analistas con la designación CFA en México es 73; en Brasil hay más de 350.

Un factor adicional que indica la capacidad de análisis bursátil dentro de un país es el número de analistas que cuenten con la designación CFA. Esta Chartered Financial Analyst es la certificación más reconocida a nivel mundial para los profesionistas de inversiones. Suele ser un requisito informal en departamentos de análisis bursátil, banca de inversión, tesorerías y sociedades de inversión. Existen más de 90,000 profesionistas certificados CFA a nivel mundial. En México, solo hay 72 registrados. Chile, con solo el 14% de la población que México, tiene 33 analistas certificados. Brasil tiene 350. Y esto no implica que en Brasil haya un buen nivel de analistas certificados si consideramos que únicamente en la Asociación CFA de Chicago (Illinois) hay más de 1,000 registrados. Nuevamente nos encontramos con un indicador que demuestra el importante subdesarrollo bursátil del que sufre México.

¿En dónde estamos? Conclusiones

El mercado bursátil mexicano no pasa por uno de sus mejores momentos, pero puede tener un futuro prometedor. La estabilidad y eficiencia en rendimientos que ha mantenido desde los 90s, y un atractivo marco fiscal posicionan a la BMV como buena inversión comparada con Bolsas de economías emergentes.

Creemos que las carencias en materia de educación bursátil irán siendo erradicadas a medida que exista una mayor confianza entre el público inversionista, la que será ganada si se siguen inteligentes estrategias por parte del sistema financiero y empresarial. También vemos un efecto positivo el diversificar nuestro mercado, atrayendo un mayor número de empresas y un amplio rango de capitalización. Se han dado pasos recientes en esa dirección.

Creemos que las carencias en materia de educación bursátil serán erradicadas conforme la confianza del público inversionista aumente.

Aunada a la poca cultura de inversión, existe una muy importante falta de análisis bursátil y de inteligencia de mercado. México está retrasado inclusive con varios de los mercados latinoamericanos. El lado positivo es que muchos de los retos no requieren de altos niveles de capital o cambios a la infraestructura. Se requiere más bien concientización y cambios de mentalidad. Tal vez esto sean más difíciles pero son menos costosos.

¿Qué pasos se pueden tomar para alcanzar otros mercados latinoamericanos? Debemos de dejar atrás la cultura del “Emperador Azteca”, el empresario debe entender que los beneficios del mercado de valores tienen el precio de menor control, los organismos financieros deben de fomentar el dinamismo bursátil y la democracia en el gobierno corporativo.

Dos de los pasos claves son obvios pero no tan sencillos. Uno es referente al capital mexicano en el sistema financiero. Opinamos que la última capitalización de la banca en México nos llevó a la “Década Perdida” en el mercado de valores. Mientras nuestro sistema financiero siga dependiendo de Comités de Riesgos en Europa, aquí se seguirá pensando en créditos mientras Itau y Banco BTG continúan llevando más compañías brasileñas a los mercados de valores.

El otro es el elefante del que poco se platica: PEMEX. Hemos visto como una paraestatal petrolera en Brasil con mucho menos recursos que la nuestra se moderniza y crece gracias al acceso a deuda y capital en el mercado de valores. Hoy Petrobras es una de los gigantes del petróleo y fomenta el interés en el Bovespa. Urge privatizar PEMEX y enfrentar el reto que es su sindicato para que PEMEX deje de ser, pues, PEMEX.

ANEXO A

México vs. Brasil

La similitud en el tamaño de las economías mexicana y brasileña en el año 2005 y su distanciamiento en el 2010, nos hace preguntarnos cuáles han sido los factores para que estos países tengan resultados tan distintos en los últimos cinco años. La privatización de la paraestatal Petrobras en Brasil, la falta de eficiencia de PEMEX, un mayor crecimiento en Brasil, un sistema financiero dinámico con capital brasileño, la cultura financiera, son algunos factores que analizaremos para evaluar el distinto comportamiento de las dos Bolsas.

Figura 17. Comparativo de VaR de Bovespa con y sin Petrobras (Reales Brasileños)

	2000-2005	2005-2010
<i>VaR BOVESPA (con Petrobras)</i>	\$463,138	\$953,344
<i>VaR del portafolio sin Petrobras</i>	\$496,356	\$1,035,030
<i>Beneficio de diversificación</i>	\$33,218	\$81,686
<i>Participación Petrobras en el índice</i>	20.0%	27.0%
<i>Volatilidad sin Petrobras</i>	43.2%	26.0%
<i>Volatilidad con Petrobras</i>	40.7%	26.7%

Fuente: Tecnológico de Monterrey-Chihuahua

Bovespa y Petrobras

Valuamos el índice Bovespa con y sin la participación de Petrobras con el VaR, tomando como base la capitalización de mercado. Entre menor sea el resultado que arroje el VaR menor será su riesgo. Cálculo realizado con la finalidad de comprobar si el aumento en eficiencia (de acuerdo a REV) ha sido gracias a la baja volatilidad de la empresa petrolera. Como podemos observar en la Figura 17 conforme la participación de la empresa petrolera aumenta, el VaR de Bovespa disminuye.

En el 2005, de tener un VaR de \$463,138 reales pudo haber obtenido uno de \$496,355 si no mantuviera dentro de su composición a Petrobras, llegando a un beneficio de \$33,218 reales en el 2005 y uno de \$81,686 en el 2010 por dicha diversificación. Por otra parte la participación de Petrobras en el índice brasileño del año 2005 a la fecha, se vio reflejado en un incremento de la volatilidad.

Podemos observar la significancia que ha cobrado la empresa petrolera en el índice al paso del tiempo. Sin embargo el beneficio que aporta directamente, no es el suficiente como para atribuirle la totalidad del aumento en eficiencia de la Bolsa brasileña. De hecho, en los últimos 2 años ha contribuido a la falta de la misma sin embargo el tener una gran bursatilidad le ha permitido aumentar el acceso a financiamiento y de esta manera a incrementar las exploraciones en las que ya ha obtenido resultados positivos, encontrando yacimientos que le auguran un crecimiento económico de por lo menos 20 años. Lo anterior nos

lleva a preguntarnos cuál sería el rumbo de la economía mexicana si PEMEX, fuera privatizada.

El éxito de la economía brasileña puede también estar basado en la diversificación de sus ingresos, su enfoque a las economías orientales, factores que mitigaron la contracción de su Bolsa en la pasada crisis. Lo que ha sido fundamental para que inversionistas en todo el mundo hayan puesto sus ojos en ésta economía sudamericana. No obstante, creemos que la constante apreciación del real brasileño, aunada a una gran expectativa puede terminar en lo que podríamos llamar “*Efecto Carnaval*” en el que si dichas expectativas no son cumplidas o si existe un evento que genere desconfianza puede desencadenarse una fuga de capital extranjero y con ello la caída de la Bolsa brasileña, similar al “*Efecto Tequila*” en México.

Declaraciones Importantes

Certificación de Analistas

Los siguientes analistas certifican que sus estimaciones y comentarios sobre las empresas y títulos analizados están claramente expresados y que no han recibido ni recibirán compensación directa o indirecta a cambio de expresar recomendaciones específicas en este reporte: Manuel Royo, CFA, Karla Fajardo, Astrid Sánchez, Lic. Enrique Mourey, Alejandro Martínez, Omar Portillo.

Calificación de Acciones

El Tecnológico de Monterrey Campus Chihuahua tiene un universo de cobertura. El análisis usa un sistema de calificación con los términos de Venta, Neutral, Mantener y Compra (definiciones más abajo).

Los inversionistas deben leer cuidadosamente las definiciones de los términos usados en el análisis. Adicionalmente, el análisis contiene información más completa concerniente al punto de vista de los analistas, por lo que los inversionistas deben leer el análisis en su totalidad y no inferir el contenido del mismo basándose solamente en la recomendación. En cualquier caso, una recomendación o análisis no deben ser considerados un asesoramiento en inversiones. La decisión de comprar o vender una acción debe depender de las circunstancias individuales (tales como las posiciones existentes del inversionista) y otras consideraciones.

Calificación Burkenroad de la Acción

El indicador de referencia es el Índice de Precios y Cotizaciones (IPC).

Venta: Se espera un rendimiento de la acción menor al rendimiento total promedio del IPC durante los próximos 18 meses.

Neutral: Los analistas no poseen una convicción adecuada sobre el retorno de la acción relativo al retorno del IPC durante los próximos 18 meses.

Mantener: Se espera un rendimiento de la acción en línea con el retorno total promedio del IPC durante los próximos 18 meses y se recomienda tomar posición en la emisión cuando su cotización baje en relación con el IPC.

Compra: Se espera un rendimiento de la acción mayor al rendimiento total promedio del IPC durante los próximos 18 meses.

Calificación Burkenroad de la Industria

Atractiva: Los analistas esperan que el desempeño de la industria durante los siguientes 18 meses sea atractivo respecto al indicador de referencia relevante, el índice IPC.

En línea: Los analistas esperan que la industria durante los siguientes 18 meses se desempeñe en línea con respecto al indicador de referencia, el índice IPC.

Cautela: Los analistas tienen cautela del desempeño de la industria durante los siguientes 18 meses respecto al indicador de referencia, el índice IPC.

Otras Declaraciones Importantes

El análisis está basado en información pública y opiniones de los analistas. Ellos realizan esfuerzos por usar información confiable y comprehensiva, pero no aseguran que sea exacta o completa. Los analistas no tienen la obligación de avisar sobre cambios en la información u opinión expresados en el análisis, excepto cuando se dé por terminada la cobertura de la compañía en cuestión. Los analistas pueden participar en eventos de la compañía tales como visitas, y se les prohíbe aceptar el pago de los gastos asociados a dichos eventos por parte de la compañía. El valor e ingreso de las inversiones de los inversionistas pueden variar debido a cambios en tasas de interés, tipo de cambio, tasas de prepagado, precios de títulos e instrumentos, índices de mercado, factores operativos o financieros de compañías u otros factores. El desempeño pasado no es necesariamente una guía para el desempeño futuro. Los estimados de desempeño futuro están basados sobre supuestos que podrían no realizarse.

Los Reportes Burkenroad Latinoamérica son análisis bursátiles de emisoras que cotizan en las Bolsas de Latinoamérica y reportes sectoriales y del mercado de valores en su totalidad elaborados por alumnos de las carreras de Licenciado en Administración Financiera. El Tec de Monterrey, el Instituto de Estudios Superiores de Administración de Venezuela, la Universidad de los Andes de Colombia, la Escuela de Negocios Universidad Francisco Marroquín en Guatemala, la Escuela Superior Politécnica del Litoral en Ecuador, llevan a cabo el Programa con la cooperación de la Universidad de Tulane de Estados Unidos de América. La finalidad es

enriquecer la cultura de inversión de la región al proveer práctica en análisis bursátil y mejorar eficiencia en los mercados de capital al aumentar la cantidad de análisis bursátil completo que se disemina en Latinoamérica.

Para mayor información del Programa Burkenroad Latinoamérica favor de visitar la página web:

<http://www.chi.itesm.mx/proyectos/burkenroad/interceramic.pdf>

<http://mx.invertia.com/canal.asp?idcanal=505>

www.latinburkenroad.org

<http://www.finsat.com.mx/finsat/page/statle.asp?Show=CRBR>

Departamento de Análisis Bursátil Burkenroad Tecnológico de Monterrey-Campus Chihuahua

Escuela de Negocios y Humanidades

Director de Análisis Bursátil: Manuel Royo Prieto, CFA mroyo@aragonfin.com

Jefe de Analistas: Lic. Enrique Mourey enrique.mourey@gmail.com

Teléfonos: (614) 439 5081

Av. Heroico Colegio Militar 4700, Col Nombre de Dios, Chihuahua, Chih., México. C.P. 31300

