AAS3+ST

Universidad Católica Andrés Bello Vicerrectorado Académico Facultad de Ciencias Económicas y Sociales Escuela de Economía

El Mercado Bursátil en Venezuela, Impacto de los factores que influyen y determinan su tamaño

Realizado por: Econ. Daniel <u>Lahoud</u>
Para aspirar al Rango de Asociado
Mayo de 2012

TRAB E2012 L3

Resumen:

El presente trabajo es una investigación que busca entender cómo funciona y cuáles son los elementos que han determinado el mercado secundario de capitales venezolano. Su historia en el siglo XX, la literatura económica relacionada al mercado de capitales y en específico al bursátil, y tratar de comprender por la vía de un análisis deductivo, las razones de su actual nivel de poco desarrollo.

La bolsa en Venezuela es una institución que tiene un poco más de 60 años y a lo largo de ellos, no ha podido consolidar un mercado con alternativas financieras, para que los inversionistas puedan disfrutar de la diversidad para aplicarlas a sus carteras.

También el desarrollo de este vehículo permitiría ampliar las formas de financiamiento para las empresas en el país, cosa que sería útil a las empresas que funcionan e incluso que se quieran desarrollar, en sus requerimientos para el crecimiento.

Descriptores: Mercado de Capitales, Mercado Bursátil, Bolsa de Valores, Bolsa de Valores de Caracas

Índice General:

I. Ir	ıtroducción	1
A.	Antecedentes académicos	
В.	Justificación e importancia	4
C.	Objetivos	5
D.	Alcance y limitaciones	
E.	Secuencia de los capítulos	
F.	El Problema de investigación	
II. (Conceptos básicos de la investigación	
A.	Descripción de los mercados Bursátil y de Capitales	10
В.	Historia de la Bolsa en Venezuela	
C.	La Ley de Mercado de Capitales (1974-2010)	
D.	Ley del mercado de valores (2010)	
E.	Otros Ejemplos de segundas bolsas y mercados	
F.	La entrada de la Banca en la Bolsa	
G.	¿Cómo se mide el mercado de capitales?	
Н.	El Boom de los 90	
I.	Consideraciones particulares	
III.	Marco Teórico	42
A.	¿Qué se pensó antes del siglo XX?	42
B.	Gustav Cassel	
C.	La Escuela Austriaca	50
D.	Fritz Machlup	56
E.	Ludwig M. Lachmann	59
F.	Irving Fisher	61
G.	John Maynard Keynes	63
H.	Charles R. Kindleberger	72
H.	Douglas French	73
I.	La teoría del Mercado de Capitales	76
IV.	Marco Metodológico	83
	Los Datos disponibles	
V. I	Resultados Obtenidos	88
VI.	Conclusiones y Recomendaciones	99
VII.	Bibliografía	104

Índice de Figuras:

Figura II-1 Conformación del Mercado de Capitales	11
Figura II-2 Intermediación Financiera Directa (del mercado de capitales)	
Figura II-3 Relaciones que se presentan en el Mercado de Capitales venezolano de acuerdo a la LMC	
(desde 1974 hasta 2010)	20
Figura II-4 intermediación Financiera Indirecta (del mercado bancario)	24
Índice de Gráficas:	
Gráfica II-1 Capitalización Bursátil Venezolana (en millones de US\$)	34
Gráfica II-2 Tasas activas y pasivas promedio ponderada de la Banca Comercial y Universal	_ _ 36
Gráfica II-3 Spread Financiero de la Banca Comercial y Universal	_ 37
Gráfica III-1 El ahorro total de la economía venezolana y la tasa de interés real (1962-1984)	_ 77
Gráfica IV-1 PIB Nominal vs. Capitalización de Mercado en Miles de Millones de Dólares Año 2006	_ 83
Gráfica V-1. Diferencial relativo de las tasas de interés bancarias. Gráfica V-2 Relación entre el diferencial de tasas y la Capitalización Bursátil como porcentaje del PII	_ 96
Índice de Tablas:	
Tabla I-1 Relaciones entre variables económicas y financieras del mercado de capitales	3
Tabla 1-2 Relevancia del Mercado Accionario en la Economía Nacional en el año 2007 en Millones de \$: US 7
Tabla II-1 Fondos Mutuales de Inversión y su Relación con la Liquidez Monetaria	_ 22
Tabla II-2 Capitalización Bursátil de las acciones que componen el Indice en Millones de Bolívares	
fuertes y su participación porcentual	_ 32
Tabla IV-1: Datos del Mercado Bursátil Venezolano	_ 86
Tabla V-1 Monto en circulación de Títulos de Renta Fija en Millones de Bolívares	_ 89
Tabla V-2 Monto en circulación y Monto negociado en la Bolsa de Valores de Caracas en Millones de	Bs. 90
Tabla V-3 Montos negociados por instrumento en la Bolsa de Valores de Caracas (Millones de Bolíva	res) 92
Tabla V-4 Montos negociados por instrumento en la Bolsa de Valores de Caracas (en Millones de	93
Bolívares Fuertes)	93

I. Introducción

El presente trabajo surge de la necesidad de explicar el por qué del poco desarrollo del mercado bursátil en Venezuela. El mercado de bolsa venezolano se dice es pequeño y ciertamente es de poco tamaño relativo, medido de acuerdo a su Capitalización Bursátil, definiendo esta, como el total de los valores de las empresas en el mercado, es decir la sumatoria de todos los precios de cada acción multiplicada por el total de acciones de cada empresa. Como se verá en el capítulo IV, su tamaño en comparación con el Producto Interno Bruto es menor que el de otros países latinoamericanos.

Por supuesto, la intervención gubernamental en los sistemas económicos y en los mercados financieros, complica el desarrollo de un mercado de capitales grande y también el desarrollo de un mercado importante en bolsa. Pero a esto se añaden otros elementos como el bajo nivel de ahorro, y la preferencia de mecanismos alternos de financiamiento, por ejemplo del mercado bancario.

Además, es escasa la producción de trabajos en torno al tema bursátil y más aún en el caso de Venezuela, debido a que no es un tema que parece atraer la atención de los investigadores en el área académica. Quizá esto también se complica porque mucha de la literatura coloca al mercado bursátil como un casino, o como un lugar pecaminoso, donde los más listos andan tras el dinero de los más ingenuos.

El presente trabajo se presentó en una versión inicial en el año 2011 para optar al título de Magister en Ciencias Económicas de la UCAB, esta versión tiene mejoras y cambios importantes además de la actualización de la data.

A. Antecedentes académicos

La temática desarrollada en este trabajo no ha sido abordada en trabajos de investigación relacionados al Mercado de Capitales venezolano, sin embargo existen investigaciones que podrían servir como antecedentes indirectos a éste. Hay dos trabajos relativos al tema del *Mercado de Capitales*. Aura Sojo (Sojo, 2002) realizó un análisis de la legislación atinente a las Casas de Bolsa Venezolanas como trabajo de ascenso en el cual hizo algunas descripciones generales del Mercado de Capitales venezolano. En el año 2003, María Alejandra SanchizGimón presentó un trabajo titulado: *Estudio de la Bolsa de valores de Caracas y la Bolsa de Valores de New York (NYSE) con el fin de verificar las acciones que se cotizan en ellas y seleccionar una acción para realizar el análisis financiero respectivo (Sanchiz, 2003)*, sin embargo, como el título indica es un análisis financiero y no puede considerarse como un antecedente directo de este trabajo.

Además existen dos trabajos de especialista, el primero presentado por lvi Sánchez Moncada, quien evalúa el acceso de una empresa de productos lácteos del estado Táchira al mercado de capitales por la emisión de papel comercial (Sánchez, 2000). Aunque este trabajo podría ser útil, se limita a una descripción del proceso de emisión y no evalúa los problemas que enfrentan las empresas y de hecho, la empresa que se usa como caso, jamás emitió papel comercial. El segundo trabajo, elaborado por Neida Albornoz (Albornoz, 2000)realiza unas correlaciones entre los mercados bursátiles latinoamericanos y el español para identificar posibilidades de diversificación entre los mercados.

La temática tampoco ha sido preocupación de otras latitudes y quizá eso es debido a que de manera general, los mercados de capitales siempre se han desarrollado copiando la experiencia de los países más desarrollados. Europa y los Estados Unidos han sido el ejemplo a seguir y casi todos los países han evolucionado sin mayores complicaciones. Incluso en latinoamérica, los Mercados de Capitales han evolucionado y hoy son mercados con bastante

volumen de negocio. En los mercados de capitales se utiliza el término *Profundidad de Mercado* para definir esa condición y se dirá mucha profundidad, para referirse a un volumen de negocios importante y poca profundidad para referirse a un escaso volumen de negocios, medido éste como unidades monetarias (generalmente se usa el dólar para homologar datos) y número de acciones transadas. En otras bolsas y en otros mercados de capitales de la región (Latinoamérica y el Caribe) el número de los participantes es elevado y en algunos es frecuente la sofisticación de los instrumentos, e incluso la existencia de mercados de opciones y futuros, lo que permita la gestión de riesgos financieros.

19,806 26,095 1,911 7,922 2,293 15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825 943	(MM \$) 2,418,192 170,793 31,602 20,232 6,525 117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448 4,496,570	176.97 145.67 145.67 124.84 123.21 109.12 87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	PIB 1987 115.91 75.25 58.64 88.63 40.51 6.33 9.64 15.75 39.63 19.38	278.98 288.86 76.74 17.48 25.46 18.66	84.66 NA 12.12 33.88 6.44 8.37 0.95 4.27	31.99 31.99 129.62 96.22 118 7.65 13.85 9.09 7.74
26,095 1,911 7,922 2,293 15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	170,793 31,602 20,232 6,525 117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	145.67 124.84 123.21 109.12 87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	75.25 58.64 88.63 40.51 6.33 9.64 15.75 39.63	180.76 278.98 288.86 76.74 17.48 25.46 18.66	NA 12.12 33.88 6.44 8.32 0.95 4.27	129.62 96.22 118 7.65 13.85 9.09
1,911 7,922 2,293 15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	31,602 20,232 6,525 117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	124.84 123.21 109.12 87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	58.64 88.63 40.51 6.33 9.64 15.75 39.63	278.98 288.86 76.74 17.48 25.46 18.66	12.12 33.88 6.44 8.32 0.95 4.27	96.22 118 7.65 13.85 9.09
7,922 2,293 15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	20,232 6,525 117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	123.21 109.12 87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	88.63 40.51 6.33 9.64 15.75 39.63	288.86 76.74 17.48 25.46 18.66	33.88 6.44 8.32 0.95 4.27	118 7.65 13.85 9.09
2,293 15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	6,525 117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	109.12 87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	40.51 6.33 9.64 15.75 39.63	76.74 17.48 25.46 18.66	6.44 8.37 0.95 4.27	7.65 13.85 9.09
15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	87.52 87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	6.33 9.64 15.75 39.63	17.48 25.46 18.66	8.32 0.95 4.27	13.85 9.09
15,473 4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	117,175 46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	87.21 78.88 77.92 76.83 72.76	9.64 15.75 39.63	25.46 18.66	0.95 4.27	13.85 9.09
4,631 13,411 14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	46,311 759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	78.88 77.92 76.83 72.76	15.75 39.63	18.66	4.27	9.09
14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	759,066 217,623 887,857 292,716 689,448	77.92 76.83 72.76	39.63			7.74
14,839 15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	217,623 887,857 292,716 689,448	77.92 76.83 72.76	39.63			
15,960 7,582 12,094 18,433 8,825	887,857 292,716 689,448	76.83 72.76			18.17	72.78
7,582 12,094 18,433 8,825	292,716 689,448	72.76			9.92	27.25
12,094 18,433 8,825	689,448		24.32		12.32	13.08
18,433 8,825		72.14	98.73		56.54	50.83
8,825		70.94	57.58		53.89	73.48
	38,556	58.37	31.13		12.52	12.32
	50,534	56.77	10.85		9.17	41.63
15.474	412,355	56.57	53.07		14.83	30.14
						17.52
						2.16
						17.32
						1.93
						29.44
	-					1.77
						6.72
-,						8.22
						15.8
	,					0.7
	,					
-,					_	
-						
	•					
	•					
	15,474 19,957 3,978 21,825 1,822 12,846 605 1,290 830 17,841 19,221 14,144 2,672 337 328 2,370 3,279 372 1,650 415 11,173 1,654 941 1,792 349 494 3,561 4,185 1,142 1,182 2,092 578	19,957 102,321 3,978 4,798 21,825 91,383 1,822 1,881 12,846 208,933 605 5,380 1,290 3,033 830 18,746 17,841 88,010 19,221 161,440 14,144 139,601 2,672 48,027 337 256,901 328 33,353 2,370 82,070 3,279 136,317 372 7,972 1,650 20,682 415 6,681 11,173 36,903 1,654 87,173 1941 10,088 1,792 140,157 349 27,113 494 75,743 3,561 111,106 4,185 41,820 1,142 36,377 1,182 23,905 2,092 294,084	19,957 102,321 51.05 3,978 4,798 50.79 21,825 91,383 58.43 1,822 1,881 57.39 12,846 208,933 54.96 605 5,380 54.59 1,290 3,033 53.25 830 18,746 52.58 830 18,746 52.58 17,841 88,010 51.96 19,221 161,440 51.09 14,144 139,601 49.52 2,672 48,027 49.4 337 256,901 46.82 328 33,353 45.76 328 33,353 45.76 3,370 82,070 45.6 3,279 136,317 43.88 3,279 136,317 43.88 415 6,681 39.29 11,173 36,903 33.77 1,654 87,173 31.18 941 10,088 30.67 1,792 140,157 30.34 494 75,743 27.47 3,561 11,106 22.46 4,185 41,820 21.18 1,142 36,377 20.57 1,182 23,905 20.08 2,092 294,084 19.89	19,957 102,321 61.05 19.72 3,978 4,798 60.79 8.09 21,825 91,383 58.43 12.93 1,822 1,881 57.39 NA 12,846 208,933 54.96 50.6 605 5,380 54.59 13.35 1,290 3,033 53.25 20.81 830 18,746 52.58 1.9 17,841 88,010 51.96 22.38 19,221 161,440 51.09 43.71 14,144 139,601 49.52 29.64 2,672 48,027 49.4 4.74 337 256,901 46.82 6.64 328 33,353 45.76 5.88 2,370 82,070 45.6 156.77 3,279 136,317 43.88 24.14 372 7,972 42.46 5.32 415 6,681 39.29 9.1 11,173 36,	19,957 102,321 61.05 19.72 37.96 3,978 4,798 60.79 8.09 17.76 21,825 91,383 58.43 12.93 31.62 1,822 1,881 57.39 NA 36.77 12,846 208,933 54.96 50.6 73.75 605 5,380 54.59 13.35 24.01 1,290 3,033 53.25 20.81 25.02 830 18,746 52.58 1.9 20.17 17,841 88,010 51.96 22.38 36.69 19,221 161,440 51.09 43.71 80.99 14,144 139,601 49.52 29.64 49.38 2,672 48,027 49.4 4.74 5 337 256,901 46.82 6.64 25.27 328 33,353 45.76 5.88 14.72 2,370 82,070 45.6 156.77 245.09 3,279	19,957 102,321 61.05 19.72 37.96 1.87 3,978 4,798 60.79 8.09 17.76 0.27 21,825 91,383 58.43 12.93 31.62 9.78 1,822 1,881 57.39 NA 36.77 NA 12,846 208,933 54.96 50.6 73.75 28.17 605 5,380 54.59 13.35 24.01 0.43 1,290 3,033 53.25 20.81 25.02 2.41 830 18,746 52.58 1.9 20.17 0.04 17,841 88,010 51.96 22.38 36.69 6.87 19,221 161,440 51.09 43.71 80.99 12.13 14,144 139,601 49.52 29.64 49.38 5.12 2,672 48,027 49.4 4.74 5 0.31 337 256,901 46.82 6.64 25.27 2.63

Fuente: ROUSSFAU, Peter y Wachtel, Paul (1998): Equity Markets and Growth: Cross-Country Evidence on Timing and Outcomes, 1980-1995, pp 26-27

Tabla I-1 Relaciones entre variables económicas y financieras del mercado de capitales

Para medir el grado de desarrollo del mercado es frecuente la utilización del valor negociado en la bolsa con respecto al Producto Interno Bruto y para el año 1987 ocupaba el puesto 36 y en el año 1997 cayó al sitio 42. Naturalmente eso evidencia que el mercado bursátil venezolano es relativamente pequeño dado que en indicadores macroeconómicos, se encuentra por encima de otros países de la región, mientras que en indicadores bursátiles ocupa los últimos lugares de la Tabla I-1, haciendo compañía a países mucho más pobres, como es el caso de Nigeria.

Si asumimos como cierto lo propuesto por Rousseau y Wachtel(1987), el mercado de capitales debe tener un tamaño proporcional al tamaño de la economía y ciertamente ellos encuentran una relación entre el tamaño de los mercados y el grado de crecimiento económico, por supuesto, esa relación no se cumple para el caso venezolano. La relación cierta es que el tamaño del mercado bursátil, que es la manifestación mas notoria de la existencia de un mercado de capitales de volumen importante, es el resultado de un grado de desarrollo y diversificación económico proporcional, es decir un Producto Interno Bruto elevado y con un alto grado de diversificación. (ver Tabla I-1)

Se trata de un análisis que pretende por medio de un enfoque sistémico estudiar la poca profundidad del mercado de capitales venezolano y establecer las causas que han rezagado el uso de este mecanismo para el financiamiento de las empresas y como alternativa para los inversionistas.

B. Justificación e importancia

Como se ha expuesto, el bajo nivel de desarrollo del Mercado de Capitales, es un problema casi exclusivo de la economía venezolana. Sin embargo, la poca profundidad de este mercado hace muy difícil el desarrollo de actividades que requieren de mecanismos de financiamientos que no pueden realizar las

instituciones del mercado bancario. El desarrollo de un Mercado Primario de Largo Plazo requiere de un Mercado de Capitales Secundario activo y con una amplia gama de alternativas para escoger. Se requiere además del desarrollo de inversionistas institucionales (Fondos Mutuales y Fondos de Pensiones) que le brinden estabilidad y profesionalidad al mercado, a la par de especuladores que le provean de liquidez. Sin estos elementos, el mercado no puede desarrollarse.

Conocer los factores que han influido en la realidad del mercado de capitales venezolano, puede servir para ejecutar políticas públicas y privadas dirigidas a promover el desarrollo de este mercado, que de ninguna manera puede ser substituido por otras alternativas, como es el caso de las instituciones financieras bancarias. Como no se ha desarrollado una investigación similar, consideramos que esta investigación puede ser un punto de referencia para estudios posteriores.

C. Objetivos

1. Objetivo general

Establecer desde un enfoque multidimensional las razones que han determinado el tamaño del mercado de capitales venezolano, su grado de desarrollo y las limitaciones que han impedido que alcance mayores niveles de conocimiento y utilización.

2. Objetivos específicos

- Estudiar los elementos que conforman el mercado de capitales venezolano y en específico la Bolsa de Valores de Caracas, sus formas de negociación y operación.
- Evaluar los comportamientos de las variables económicas y financieras que puedan explicar el comportamiento del mercado y las razones de su profundidad.

- Comprender si la banca se ha constituido efectivamente en un competidor y si esto afecta el tamaño del mercado venezolano.
- Revisar la Cultura en el área de los posibles participantes: emisores e inversionistas.

D. Alcance y limitaciones

La pretensión del trabajo alcanza a realizar un estudio que permita aproximarse al mercado y evaluar cuales son los factores que determinan el volumen de negocios en la bolsa, la presencia de empresas en el mercado y la poca utilización del mercado de capitales como fuente de financiamiento empresarial.

Durante la investigación el principal problema fue conseguir algunos datos, y de hecho, se procedió a utilizar los datos del Banco Mundial, quien generalmente realiza una recolección importante de datos de los mercados financieros internacionales, entre ellos del mercado venezolano. Sin embargo sólo existen en esos datos 19 observaciones del indicador Capitalización de Mercado, cosa que obliga a utilizar sólo 19 observaciones del resto de las variables, de las cuales hay mucha mayor extensión.

E. Secuencia de los capítulos

La investigación comienza en su primer capítulo, con una historia del mercado bursátil venezolano y una descripción de cómo funciona.

El marco teórico, es producto de la revisión del material teórico disponible que se ha escrito sobre los mercados de capitales y en específico de los mercados bursátiles. Quizá esta es la parte más importante del trabajo debido a que se recoge lo escrito en el pensamiento alrededor de las bolsas.

El tercer capítulo es el intento de explicar el comportamiento del mercado bursátil con los datos disponibles y la revisión de diversas tablas y gráficas para indicar qué relaciones son posibles de acuerdo a la teoría. En el cuarto capítulo se comentan los resultados obtenidos.

En las conclusiones y recomendaciones se resumen los resultados de la investigación y por supuesto se establecen posibles políticas para incentivar el desarrollo de este mercado.

F. El Problema de investigación

Si se realiza la comparación del tamaño relativo de la Capitalización Bursátil de las bolsas de valores con los PIB, se encuentra como característica particular y demasiado resaltante que el mercado bursátil venezolano es el más pequeño de los mercados de la siguiente muestra conformada por países lberoamericanos:

Tabla I-2Relevancia del Mercado Accionario en la Economía Nacional en el año 2007 en Millones de US \$

		Capitalización	Nuevas emisiones			
País	PIB	Bursátil	%	FBCF 1/	de acciones	%
Argentina	262,849.4	57,070.2	21.7%	61,770.9	1,436.0	2.3%
Bolivia	13,120.2	2,263.3	17.3%	1,968.0	0.0	0.0%
Brasil	1,313,900.6	1,369,711.3	104.2%	256,993.9	41,853.6	16.3%
Chile	163,879.4	212,910.2	129.9%	30,952.0	2,219.1	7.2%
Colombia	207,990.9	101,956.0	49.0%	49,917.8	7,622.7	15.3%
Costa Rica	26,267.0	2,035.3	7.7%	6,566.8	0.0	0.0%
Ecuador	45,789.4	4,471.6	9.8%	10,129.1	6.9	0.1%
El Salvador	20,372.6	5,195.9	25.5%	4,074.5	0.0	0.0%
España	1,436,890.0	1,781,131.0	124.0%	477,951.0	116,767.3	24.4%
México	1,018,221.0	397,724.6	39.1%	264,737.5	3,698.4	1.4%
Panamá	19,485.4	6,218.5	31.9%	3,771.1	n. d.	n. d.
Perú	107,296.1	67,639.8	63.0%	22,797.0	81.0	0.4%
Portugal	222,760.0	132,183.3	59.3%	49,007.2	5,474.6	11.2%
Uruguay	23,136.0	159.2	0.7%	3,470.4	0.0	0.0%
Venezuela	228,070.8	10,159.0	4.5%	63,859.8	46.6	0.1%

^{1/} Formación Bruta de Capital Fijo

Fuente: Anuario de la FIABV (2009) en http://www.fiabv.org/

Excluyendo a Uruguay, que es el mercado menos desarrollado de Iberoamérica, el mercado venezolano es prácticamente insignificante tanto en la relación Capitalización a PIB, como en la relación de nuevas emisiones comparada a la Formación Bruta de Capital Fijo.

¿Cuáles son las razones de este comportamiento particular? Esa es la interrogante principal de este trabajo. Es obvio que el PIB Venezolano puede estar sobreestimado, debido a que en el año 2007 el cambio oficial es de Bs. 2150,0/\$ y este es el cambio que permanece desde el año 2005. Por ello es importante observarlo en términos relativos.

Esta situación de poco desarrollo, tiene varias razones. Podríamos dividirlas en: fiscales, debido a que no existen incentivos para emitir, inscribir y colocar acciones en los mercados de capitales primarios y para inscribirlas luego en una Bolsa de Valores.

Caso contrario, hay un incentivo para los inversionistas, puesto que si una persona adquiere una acción y tiene ganancias, puede venderlas en la Bolsa, al hacerlo tiene la obligación de pagar sólo un impuesto de 1% a las ventas, con lo cual las ganancias quedan exoneradas de impuesto sobre la renta. Si el tenedor de acciones las quiere vender a pérdida, le convendría hacer la venta fuera de bolsa, para poder aprovechar la pérdida en su declaración impositiva.¹

_

¹ Garay, Urbi: Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano, que puede la siquiente encontrado en dirección web: http://servicios.iesa.edu.ve/portal/NotasEstudio/MercadodeCapitales.pdf [03/marzo/2010] En la página 15 de dicho trabajo el Prof. Garay dice: "El impuesto de 1 por ciento aplicado a las ventas de acciones. Este impuesto también ha encarecido las negociaciones de manera significativa. Es además perverso, porque pecha las operaciones sin discriminar si el inversionista obtuvo una ganancia o una pérdida". Es consistente en el error debido a que también lo reproduce en las dos ediciones del libro Fundamentos de Finanzas, que publica en Ediciones IESA, ver: GARAY, Urbi y Maximiliano González: Fundamentos de Finanzas, Segunda Edición Ediciones IESA, Caracas 2007., p.82.

Consideramos que el análisis está errado y funciona de la manera en la que explicamos en el texto. Por lo cual aunque el texto en cuestión es bastante bueno, en lo relativo a este punto, no explica de manera certera lo que realmente ocurre con el impuesto a las ventas y sus implicaciones en el mercado bursátil venezolano.

Otro elemento es que los reguladores tienen poco *conocimiento* del mercado y no son un organismo técnico que contribuya al crecimiento y desarrollo. Antes bien, son desconocedores de sus procesos y por tanto son más un obstáculo que es infranqueable para algunos emisores.

Consideramos que la participación del Sector Bancario en este mercado perjudica su desarrollo, debido a que hay muchas áreas en las que los banqueros pueden sentir que se le está haciendo la competencia y por tanto ellos abogarán por mantener el Status Quo, con poco desarrollo en los mercados de capitales.

Los gobiernos en su aplicación de políticas de devaluación monetaria, ocasionan un ambiente inflacionario que añade un elemento perturbador y contribuye a que los nacionales eviten el ahorro en instrumentos del mercado de capitales como los bonos y sientan una elevada incertidumbre para invertir en acciones.

Por último la misma bolsa contribuye a que el crecimiento del mercado se limite, al solicitar a los emisores que registran sus acciones en bolsa, cuotas de inscripción y mantenimientoen pizarra demasiado elevadas, que hacen poco atractivo para las empresas medianas y pequeñas la utilización de este mecanismo de liquidaciones y que terminan afectando negativamente al crecimiento de los mercados primarios para poderse financiar.

Hay autores que consideran que hay un costo de transacción, por recolección de información, por lo que el depositante bancario prefiere transferirlo a la banca, pero ciertamente en los años 90 se desarrolló de manera importante el papel comercial, por su nivel de rendimiento comparado al diferencial de tasas de interés bancarias, comparado tanto al costo de financiamiento (tasa activa de la banca), como a la rentabilidad que se ofrecía a los inversionistas (tasa pasiva de la banca)

II. Conceptos básicos de la investigación

A. Descripción de los mercados Bursátil y de Capitales

Resulta complejo para los legos entender cómo funciona el mercado de capitales de un país y se confunde con el mercado bursátil, sin embargo, es necesario explicar esos conceptos para enfrentarnos como es debido al desarrollo de este trabajo de investigación.

El mercado de capitales es muy amplio (ver Figura II-1), abarca en su extensión al mercado bursátil e involucra todos los instrumentos denominados jurídicamente Títulos Valores (en inglés Securities); estos títulos son aquellos instrumentos que otorgan a su tenedor los mismos derechos y los mismos deberes dentro de una misma clase (es decir las acciones y los bonos). Esto significa que si alguien posee una acción o un bono, está sujeto a cumplir las mismas obligaciones que otro tenedor de un instrumento del mismo tipo, y tiene los mismos derechos que otro tenedor del mismo título. La separación en clases es debido a que puede emitirse de un mismo tipo de instrumento varias clases, a saber: clase A, otro clase B, y así como otras clases, pero los tenedores de la Clase A tienen todos los mismos derechos y obligaciones, y los de la Clase B tienen derechos y obligaciones que los diferencian de los tenedores de la Clase A, de esa manera se establecen las diferencias que hacen distinción entre uno y otro título. Esta homogeneidad dentro de la clase es una de las condiciones que permite que dichos títulos sean negociables en mercados bursátiles.



Figura II-1 Conformación del Mercado de Capitales

El mercado de emisión, se denomina primario. Este es el mercado en el cual, la Empresa o el Estado, es decir el emisor, coloca directamente títulos valores en manos de los inversionistas y recibe los fondos que esos inversionistas pagan como contravalor del instrumento entregado. Este tipo de operaciones debería ser el grueso del Mercado de Capitales y consiste en la suma de las operaciones de intermediación financiera directa que es la financiación directa de las empresas o del Gobierno (emisores), por los inversionistas. Este caso se representa en la Figura II-2.



Figura II-2 Intermediación Financiera Directa (del mercado de capitales)

En estos mercados casi siempre existe un estructurador, quien asesora en relación a las condiciones generales del instrumento a emitir y usa para ese criterio su conocimiento de las prácticas y leyes del mercado. Dicho estructurador puede ser una Casa de Bolsa o un Banco de Inversión. En Venezuela esta categoría se extiende hasta los Bancos Universales.

La emisión es un acto jurídico, que le da vida legal al título valor, y debe ser autorizada por la Superintendencia Nacional de Valores (Sunaval) en el caso de los títulos emitidos por empresas privadas y sustentada en un documento que se denomina prospecto de emisión, que describe las condiciones y características que se asocian a la inversión. Este documento se distribuye de manera que el inversionista pueda estimar los riesgos que está corriendo. En el caso de los títulos emitidos por el gobierno (denominados en lenguaje coloquial bonos públicos), la emisión se evidencia con la publicación en gaceta oficial de un decreto que le da vida al título. La colocación por su parte, es la entrega, a cambio de fondos, del título a su primer poseedor; de esta manera los títulos que fueron emitidos, se entregan a quienes los adquieren y eso involucra la entrega de recursos al emisor, sea este una empresa (entes del sector privado), o un ente gubernamental (en el caso de los organismos del gobierno).

Una vez que el instrumento ha sido emitido y colocado, la empresa puede inscribirse en la pizarra de una bolsa y de esta manera se permite al inversionista que inicialmente compró el título en el mercado primario de capitales, la adquisición de más títulos de otros inversionistas o la venta sus títulos a otro inversionista, incluso al propio emisor en los casos de recompra. Toda esta actividad de transferencia de los títulos adquiridos previamente en el mercado primario se realiza en las Bolsas, o en los mercados OTC, en los que participan los bancos. Sin embargo, la ausencia de información, hace imposible estudiar este segmento de mercado, que suponemos mucho más amplio que el bursátil. A estos organismos se les conoce también como mercados bursátiles, que son una parte de los llamados Mercados Secundarios.

El mercado bursátil, es, entonces, un mercado de transacción, donde se transfiere y liquida la inversión que inicialmente se realizó cuando se adquirieron los títulos en el mercado primario. Esto significa que, en realidad, una bolsa no es un mecanismo de financiamiento, sino un lugar de transacciones. El mecanismo de financiamiento es, de cierto, el mercado primario. Entonces una bolsa es un lugar de liquidaciones, donde quienes adquirieron sus inversiones pueden liquidarlas y transferir ese riesgo a otro inversionista que está dispuesto a asumirlo, mediante el pago de un precio.

El mercado bursátil es, entonces, un subsector del mercado de capitales, y aunque tiende a confundirse, según explicamos arriba, puede afirmarse que son diferentes. El mercado primario es el de emisión, donde las empresas emisoras colocan sus títulos y reciben de los inversionistas financiamiento directo, mientras que el mercado secundario es un mercado de transacciones, donde quienes compraron en algún momento títulos pueden comprar más o vender sus inversiones. Sus indicadores son diferentes, el mercado primario puede medirse por volúmenes de emisión de títulos por parte de las empresas y el mercado bursátil por los volúmenes negociados y por el índice de precios de la bolsa.

Como es natural, para que exista el mercado secundario, debe existir un mercado de emisión, pero la relación es bidireccional, debido a que si el mercado secundario no existiese, sería muy difícil colocar títulos en el primario, ya que los inversionistas requieren subsanar el posible riesgo de liquidez, entendiendo éste, como la posibilidad de obtener un precio siempre a cambio de la venta precipitada del título, y generalmente la colocación de los títulos en un mercado privado se complica debido a la existencia de este riesgo. De esta manera antes de comprar una determinada inversión, un inversionista considerará la inscripción en bolsa, para en caso que lo desee poder vender la inversión que está realizando. Al mismo tiempo, un mercado de capitales activo en los títulos que se ofertan añadirá al posible atractivo financiero la posibilidad de salir de las inversiones de una manera más fácil.

B. Historia de la Bolsa en Venezuela

La historia refiere a un decreto real que permitía la instalación de una bolsa de valores en los inicios del siglo XIX.² Sin embargo, no hay una documentación precisa para afirmar que este decreto se cumplió y que la actividad bursátil fue

² ARCILA FARÍAS, E.: *Documentos del Real Consulado de Caracas*. Doc. No.20. p.57 Sesión del 18 de abril de 1807. Extraído del Arch. Nac. Actas del Real Consulado. T IV folio 53.

está el actual edificio del Banco Central. La bolsa permaneció ahí hasta 1991, en la cual se mudó al Edificio Atrium en el Rosal.

Esta bolsa no tenía una ley que la rigiera abiertamente y se apegaba en su funcionamiento al marco legal del Código de Comercio que tiene una larga historia en Venezuela, el primero data de 1862, existiendo además el de 1904 y el de 1919. Este Código fue el que sirvió de marco para el funcionamiento de la primera bolsa hasta la entrada en vigencia el Código de Comercio de 1955.⁵ La práctica comercial en Venezuela incluía el arbitraje como norma, que era parte de las costumbres que los comerciantes aplicaban a sus negocios. La Cámara de Comercio como institución, era el lugar que promovía esta práctica y que la hacía de aplicabilidad al naciente mercado de bolsa. Los corredores entonces, cuando tenían conflictos, procedían de esta manera para resolverlos. Eso hizo que la bolsa funcionara sin mucha intervención desde su fundación.

Como la Bolsa adoptó la forma de Compañía Anónima, y la misma había establecido un mecanismo de funcionamiento en el cual cualquier persona podía ser socio de la bolsa, muchas personas que no conocían del mercado eran accionistas del mismo. Pero, para actuar como corredor era requisito en primer lugar obtener el rango de Corredor Público, que se obtenía por autorización judicial, para luego actuar como Corredor de Títulos Valores que era autorizado por la junta directiva de la bolsa y luego de ello, sí se podía adquirir un puesto (denominación que se le dio a la patente para actuar como corredor de títulos autorizado por la Bolsa de Valores). Este primer esquema de funcionamiento hizo que la Junta Directiva de la Bolsa, tuviese capacidad de control y supervisión del mercado, por lo que se convirtió en el primer regulador del mercado de títulos valores en Venezuela.

En aquella época, las empresas no tenían la necesidad de registrarse, y la pizarra de cotizaciones podía variar con la entrada de algún título ofertado o demandado por cualquier corredor a nombre de sus clientes. Visto de esa

⁵ Ver en Gaceta Oficial No 475 Extraordinaria del 21 de diciembre de 1955

manera, podemos pensar en la bolsa como quizá una organización libre, de un mercado que funcionaba abiertamente con pocas regulaciones (autoregulación).

La misma libertad la disfrutaba el mercado de capitales venezolano; cualquier empresa podía emitir y colocar acciones o bonos, sin que ello fuese una complicación especial. El mecanismo era la autorización por parte de un tribunal mercantil, a la empresa para emitir y por supuesto la empresa estaba obligada a publicar un prospecto, por medio del cual informaba a los posibles inversionistas de su intención y de los elementos que pudieran ser tomados en cuenta en el momento de tomar la decisión de invertir.

De esta manera, tanto los emisores como los corredores gozaban de mucha libertad. Pero la influencia de los corredores en la junta directiva de la bolsa era muy escasa y algunos de ellos decidieron hacer cambios importantes en el mercado tal y como se le conocía. Un grupo de ellos promovieron la conformación de una nueva bolsa que funcionaba en el territorio del Estado Miranda, en el este de Caracas, específicamente en el edificio Easo en Chacaito y que se denominó Bolsa de Comercio de Miranda. La diferencia entre ésta y la Bolsa de Comercio de Caracas era que los accionistas eran los corredores y que por tanto la Junta Directiva estaba conformada por corredores activos o sus representantes. Esta separación fue efectiva entre 1958 y 1976, cuando ambas bolsas se fusionaron en la nueva Bolsa de Valores de Caracas, que adoptó la modalidad de que los dueños del llamado Puesto, que era la patente de funcionamiento como corredor, era además la acción de la Compañía Anónima Bolsa de Valores de Caracas. Esta modalidad no era sólo una modalidad operativa o gerencial, formaba parte de la nueva regulación que regía en los mercados de capitales a partir de 1974.

conocedores de la actividad de mercado por su participación como clientes y como operadores en mercados internacionales, pero el mercado no se alcanzó un importante grado de desarrollo, y esto se puede observar en las cifras que muestran el mismo regulador y en prácticas que eran muy particulares de un mercado con desconocimiento de la realidad financiera.

Prueba del poco conocimiento entre los participantes del mercado en Venezuela. es que, al igual que en España y en otros mercados sin tradición bursátil importante, se considera al Split, o división de acciones un dividendo y esto lleva a varias situaciones que son absurdas desde el punto de vista financiero. El accionista no recibe absolutamente nada, puesto que él es financieramente dueño de una parte alícuota de todo el patrimonio, que es la misma antes, durante y después del acto corporativo, pero en esos casos, considera que le están pagando un dividendo y que por ello, el precio de la acción debería subir.7 La empresa no está realizando ninguna capitalización real, puesto que esencialmente la operación es desde el punto de vista contable una recomposición de las partidas que conforman el patrimonio. Sin embargo debe registrarla como una emisión de acciones y como una capitalización de recursos, por lo que en el caso venezolano está sujeta a cancelar impuestos como si se tratara de una emisión de acciones nuevas. Para el regulador del mercado, la Comisión Nacional de Valores, (CNV) esta es una emisión de acciones nuevas, por lo que se registra estadísticamente como una emisión primaria sin serlo. Pero en otros mercados (de los países desarrollados) el Split es un mecanismo para facilitar la negociación de acciones en la bolsa, debido a que si una acción alcanza un precio de 100 unidades monetarias puede ser más difícil de vender, o de comprar, que diez acciones con un precio de 10 unidades monetarias; lo que en otros países es sólo una medida para hacer más manejable la cotización

⁶ Denominamos acto corporativo a la acción de pagar dividendos en efectivo, dividendos en especie, divisiones de acciones y suscripciones de acciones.

⁷ En este caso muy particular las acciones sujetas a este tipo de Acto corporativo, pueden sufrir una modificación de precios en cualquier sentido, producto siempre de la especulación y de las expectativas que los inversionistas alberguen en relación al título en cuestión, este movimiento puede ser alcista o bajista. No exclusivamente alcista.

y la venta de acciones, se ha convertido por el poco conocimiento en un dividendo y en una emisión de acciones nuevas, cuando no es ni una cosa ni otra. De manera natural, la persona que tiene acciones antes del *Split* observa como el precio del mercado se "ajusta" a la nueva proporción de acciones, por lo que el valor antes del acto es exactamente igual al que se tiene luego que el *Split* está realizado.

En relación a lo descrito, hay personas entre las que podemos contar a operadores, reguladores e inversionistas que consideran que cuando se realiza un *Split*, se eleva la liquidez de las acciones, cosa que es en absoluto falsa. Si sobre una base de un millón de acciones, un inversionista posee una acción, eso le da derecho a ser propietario de una millonésima parte del patrimonio, y si esa fuese la única acción que se negocia en el mercado secundario, sería también la liquidez de su acción, si la empresa decreta y paga lo que en nuestro país se denomina *un dividendo en acciones*, de diez acciones por cada acción, por ejemplo, tanto la acción del inversionista, como todas las acciones del capital sufren el mismo incremento y el accionista sigue manteniendo la misma proporción alícuota patrimonial porque ahora posee diez acciones de diez millones que conforman el capital social y la liquidez sigue siendo la misma relativa al total de acciones de la empresa, por lo que no es dividendo, ni es un mecanismo para elevar la liquidez bursátil⁸.

El ejemplo anterior puede ser ilustrativo del grado de desconocimiento del mercado que se materializó en las regulaciones que proponía la LMC original, fundamentalmente por la misma ausencia de conocimiento era compartida por parte de los reguladores y los operadores en el mercado. Esa es sólo una muestra de la poca capacidad técnica de un organismo que fue creado "con el

⁸ Este es un indicador que generalmente se calcula dividiendo el número de acciones que se negocian en un determinado período de tiempo, por el número total de acciones que conforman el capital social de la empresa. Si en un período de un mes se cotizan 3.000.000 de acciones de una empresa que tiene 150,000,000 de acciones en su capital social, entonces se diría que la liquidez de dicha empresa sería: 2 por ciento.

Dicha acción está fundamentada en los numerales 1° al 3° del artículo 10, que establece las funciones de la Comisión Nacional de Valores en la Ley de Mercado de Capitales de 1974

Siguiendo el mismo gráfico, podemos observar a los actores que emiten los papeles que se compran y venden en el mercado y estos son las Empresas Emisoras y el Gobierno. De ellos, el Gobierno teníauna condición preferencial (Derecho de Señorío), debido a que cuando el Ejecutivo decidía la emisión de un bono, automáticamente se consideraba inscrito en la Bolsa de Valores y su emisión sólo requiere de la discusión previa en el Banco Central, quien asesora en relación a condiciones generales del instrumento (capacidad de absorción, tasas, montos y precio). En cambio, para las empresas emisoras hay toda una normativa que comienza por el cumplimiento de la Ley de Mercado de Capitales. para poder hacer oferta pública, para lo cual la empresa tiene que inscribirse ante el Registro Nacional de Valores (RNV). Luego de ello, la empresa puede solicitar la inscripción en pizarra y sólo entonces, puede ser negociada. El requerimiento de información y el pago de derechos es duplicado, debido a que tanto la CNV como la BVC exigen el cumplimiento de procedimientos informativos comunes e independientes. Hemos distinguido en el gráfico los bancos, y los vamos a utilizar en funciones múltiples. En este segmento del mercado también están presentes, debido a que los bancos actúan como empresas emisoras al colocar sus acciones, bonos y papeles comerciales y al listarlos en la pizarra de cotizaciones.

Desde el final de los años noventa, se añadió una nueva institución al mercado de capitales, la Caja de Valores, que permite que los actores del mercado transen sin que se presenten mayores preocupaciones por la liquidación de los títulos. Debido a que si los mismos están depositados en la caja, esa condición reduce el riesgo para el comprador de los títulos, porque puede recibir de manera efectiva los activos que está adquiriendo.

Los inversionistas institucionales (personas jurídicas) están representados por varias empresas, entre ellas, quizá el grupo a destacar serían los Fondos Mutuales, los cuales servirían para captar las emisiones y para darle sustento al mercado bursátil con sus compras y ventas. Sin embargo, este grupo de empresas no ha crecido en tamaño, y consideramos que esto obedece al poco

conocimiento que los inversionistas tienen sobre el mismo, debido a que los inversionistas lo ven como un instrumento de corto plazo y no desean permanecer mucho tiempo con su inversión. Quizá a ello contribuye el hecho que un porcentaje importante de estos fondos son administrados por los bancos y el personal de esas instituciones no conoce a cabalidad el tipo de negocio que son los fondos y contribuyen al desconocimiento de los posibles clientes de esa forma de inversión. Si hacemos una revisión somera del mercado de Fondos Mutuales, podemos destacar que el 98% del mercado son gestionados de manera directa por los Bancos, por lo que de nuevo en este segmento aparecen las instituciones bancarias del país. Curiosamente los mejores rendimientos que podían hacer atractivos a este tipo de instrumento, son los de fondos que son manejados por Sociedades no vinculadas al Sistema Bancario.

Estos fondos mutuales son empresas que captan recursos, de inversionistas que intentan obtener los beneficios de la inversión en los mercados de capitales, pero dejando en manos de un experto, él participa de una cartera en proporción al tamaño de su inversión y el fondo al poder captar grandes recursos puede invertir grandes volúmenes.

Tabla II-1 Fondos Mutuales de Inversión y su Relación con la Liquidez Monetaria Fondos Mutuales de Inversión y Su Relación con la Liquidez Monetaria (Años 2006-2010)

	2006	2007	2008	2009	2010
Total Portafolio	679.931	431.239	442.781	518.455	640.481
Valor del Activo Neto	698.080	450.782	474.588	545.732	699.604
Liquidez Monetaria (M2)	144.663.436	176.953.322	217.903.144	249.098.076	296.595.794
Razón Portafolio / Liquidez	0,47%	0, 24 %	0,20%		0,22%
Razón VAN / Liquidez	0,48%	0,25%	0,22%		0,24%

Fuente: Datos de los Fondos Mutuales Anuario Estadísticas del Sector Financiero (2010) Disponible en: http://www.bcv.org.we/blanksite/c1/Datos de la Liquidez disponibles en: http://www.bcv.org.we/c2/indicadores.asp

El monto del mercado de fondos mutuales representa menos de un 0,3 % del total de liquidez monetaria entre 2007 y 2010 para el momento lo cual nos habla de la poca importancia que tiene este mismo mercado, incluso para los bancos,

Los Corredores cumplen una función de agentes en el mercado de capitales, al ser los ejecutores de las órdenes de los inversionistas, quienes son sus clientes. Sin embargo, en muchas ocasiones son consultados como asesores por estos inversionistas, esta función no necesariamente es la que debe cumplir un corredor en los mercados de capitales más desarrollados. Una parte importante de los corredores en Venezuela son corredores asociados a los bancos, como puede observarse en la misma nómina de corredores de la Bolsa de Valores de Caracas. Esto puede resultar poco significativo para quienes no conocen la actividad bursátil, pero ello, no tiene parecido ni parangón con el negocio bancario, el cual consiste en la intermediación financiera indirecta, que es la captación de depósitos y la colocación de créditos. (ver Figura II-4)



Figura II-4 intermediación Financiera Indirecta (del mercado bancario)

D. Ley del mercado de valores (2010)

La nueva legislación del mercado de capitales, que ahora se denomina Ley del Mercado de Valores (LMV) está en vigencia desde agosto de 2010, fundamentalmente hay algunos cambios cosméticos, entre los que cuenta el cambio del nombre de la Comisión Nacional de Valores por el de Superintendencia Nacional de Valores (SUNAVAL) y la prohibición de negociar y mantener en cartera títulos públicos por parte de corredores y la prohibición de hacer las transacciones de bonos públicos en la bolsas de valores privadas, además de crear una bolsa pública de valores para realizar operaciones con los títulos gubernamentales.

E. Otros Ejemplos de segundas bolsas ymercados

En 1987 entra en funcionamiento la Bolsa de Valores de Maracaibo, fundada con la idea de establecer un mercado regional en el cual cotizaran empresas regionales del área occidental del país, y específicamente las ubicadas en el estado Zulia, sin embargo, sus volúmenes nunca fueron significativamente comparativos al de la Bolsa de Caracas y fundamentalmente se convirtieron en un mercado para realizar arbitraje de precios con Caracas. En 1995, además se unió al mercado, otro, paralelo, representado en la Bolsa Electrónica de Valores, con sede en Valencia, en realidad era un mercado a distancia, es decir un mercado totalmente automatizado, sin corro, fundamentalmente instituido por empresas emisoras, cuyo objetivo era establecer un mercado más trasparente, ya que muchas empresas consideraban que el mercado de Caracas no cumplía eficientemente como un sitio en el cual se ejercían prácticas que no los satisfacían. Esta bolsa también tuvo un volumen efímero y sus negociaciones no llegaron a superar el volumen de la Bolsa de Valores de Caracas.

Por último en 1996, luego del control de cambios establecido en el período de Rafael Caldera (1993 - 1998), se estableció la bolsa de opciones y futuros en un mercado denominado Cámara de Compensaciones de Opciones y Futuros (CACOF). Aunque este mercado no es efectivamente un sistema donde se negocien especies financieras, sino que es como su nombre indica una cámara de compensación dónde se negocian contratos en determinados activos, este mercado no llegó muy lejos puesto que sólo se ofrecieron futuros sobre dólares, acciones de la Compañía Anónima Nacional de Teléfonos de Venezuela (CANTV), acciones de la Electricidad de Caracas (EDC) y sólo un contrato de futuros sin subyacente, qué era el índice bursátil. Para 1999 todos estos mercados estaban extintos y en esos años estaba naciendo la Bolsa de productos Agrícolas (BOLPRIAVEN) que es una bolsa de mercancías.¹¹

¹¹Morles, Alfredo: Mercados de Instrumentos Financieros e Intermediación, Universidad Católica Andrés Bello, Caracas, 2008, p.49

Un banco no está diseñado para financiar a las empresas en el largo plazo, es decir, para financiar la adquisición de plantas y equipos con los cuales las empresas ejecutan su operación más importante, para eso están diseñados los Mercados de Capitales y por ello los instrumentos del mercado de capitales son negociables y para que lo sean, tienen la condición de homogeneidad o de estandarización que es lo que facilita el proceso de liquidación. Por ello los departamentos legales no existen en los intermediarios del mercado de capitales o están limitados a un abogado que ejecuta las funciones de revisoría legal y de cumplimiento en un mercado con excesivas regulaciones como cada día se ha ido convirtiendo el mercado venezolano.

Pero la relación es mucho más compleja debido a que la banca, es en cierta medida un competidor natural del mercado de capitales, más aún debido a que los instrumentos incluyen al papel comercial que es enemigo natural de las operaciones del segmento corporativo del negocio bancario. Una empresa podría ser emisor de este tipo de título valor, con lo que buena parte del sector bancario quedaría sin negocios.

El negocio bursátil es, sin embargo, una operación en la que se cobra una comisión por servicios y sus "back offices" están especializados en la transferencia de propiedad de activos financieros (bonos y acciones), lo que atiende a contratos públicos y estandarizados, para lo cual se requiere de poco personal, y no necesariamente tiene un departamento legal. En cambio el negocio bancario es un negocio contractual privado y no estandarizado, donde la participación del departamento legal suele ser más importante que en el mercado de capitales, que se añade a la parte operativa del negocio, en el cual se redactan contratos diferentes para distintos tipos de clientes y operaciones, que requieren tratamientos privados y diferenciados, lo que generalmente requiere de un mayor personal operativo y la existencia permanente de un departamento legal. La actividad bancaria fundamentalmente es de corto plazo, para proveer instrumentos de pago y crédito de consumo. Mientras el negocio del mercado de capitales es proveer instrumentos de inversión de largo plazo, y

la estructuración de emisiones de títulos valores, mayoritariamente en el largo plazo.

Al llegar a este punto es importante expresar que el desarrollo de un mercado de capitales activo, con un mercado bursátil de mucha profundidad, redundaría en una pérdida de importancia del sector bancario, debido a que los depositantes quienes son siempre potenciales inversionistas, pueden descubrir que pueden obtener liquidez y rendimiento en este tipo de inversiones, si fuese así, estoatentaría contra las colocaciones que generalmente se canalizan a través de la banca. Un tesorero experto, conocedor del mercado puede hacer mucho más rentable la inversión de su cartera, sin que ello signifique un incremento importante en los riesgos. Sin embargo, es posible que no haya mucho conocimiento del mercado por parte de estos potenciales inversionistas. Por esta razón los bancos y el mercado de capitales, realmente deberían ser competidores, debido a que persiguen objetivos parecidos en segmentos de mercado similares. De hecho, además de poseer puestos en la bolsa, la banca es activa en el mercado OTC, que no es un mercado transparente y donde no hay información de las transacciones, además de intentar hacer préstamos de mediano plazo.

Quienes compran y venden los títulos del *mercado* son los inversionistas, quienes pueden ser actores del mercado de capitales, primario o secundario. Si quieren actuar, deben establecer un contrato con un corredor de bolsa (generalmente una casa de bolsa o un corredor persona natural) quien actuará como agente comisionista del inversionista. Para ello, el inversionista debe suscribir una serie de contratos con el corredor y además con la Caja Venezolana de Valores (CVV) o con los agentes de traspaso de títulos valores. Estos contratos establecen los derechos y obligaciones en las relaciones con el corredor y con la caja de valores, así como con los agentes de traspaso. Los números de cuenta bancaria en donde se realizarían las transferencias de los pagos por concepto de dividendo, en el caso de las acciones y de intereses en el

haciendo que ésta disminuya hasta tanto el inversionista no cambie de idea y decida vender la totalidad o parte de su posición, bien sea con la finalidad de liquidar una ganancia o una pérdida, o también en la búsqueda de liquidez. Al decidir la liquidación, incrementará la oferta en esa proporción. Como no existe la posibilidad de elevar la oferta en la bolsa, sino por una decisión de quienes poseen las acciones, generalmente esta oferta es elevadamente rígida de manera natural y los precios, como en casi todos los mercados siguen a la demanda, que suele ser altamente inestable. En este caso, como es un mercado especulativo, obedece a razones que escapan a la racionalidad de la teoría económica tradicional¹³ y atienden siempre a razones subjetivas.

Cada vez que se crea una empresa, se hace una operación de mercado de capitales, incluso si esa empresa no se registra en el Registro Nacional de Valores que funciona en la Comisión Nacional de Valores. Entonces hace que la medición del Mercado de Capitales sea un acto casi imposible en un país donde las estadísticas no son el centro de atención. Además, visto el elemento que acabamos de tocar, las estadísticas producidas por la CNV están seriamente alteradas y sus mediciones nos llevarían a conclusiones erradas.

Otro elemento importante es el uso del Índice Bursátil como indicador del mercado, esto también está seriamente cuestionado, puesto que ese indicador se limita a medir el comportamiento de los precios de cotización.

En los años 80 y 90 se utilizaban índices de cartera, que se denominaron el índice base 73, y el índice base 71, ambos usaban una metodología muy similar a la que usa el Dow Jones que calcula y publica en el diario norteamericano *Wall Street Journal* pero ambos índices dejaron de utilizarse, además no tienen relación, ni equivalencia con el índice actual que se utiliza en la Bolsa de Valores de Caracas (BVC), por lo que no se pueden empalmar y visualizar con sus datos un gráfico, sino verse de manera aislada. En 1994, se cambió la metodología de este índice por la metodología de capitalización bursátil. El índice que se tomó

¹³ Se insiste en esto debido a que la teoría económica tradicional se basa en la teoría del valor objetiva.

en la muestra se calcula con las siguientes acciones: Banco Nacional de Crédito (símbolo: BNC), Banco Provincial (BPV), Banco Venezolano de Crédito (BVE), Banesco Banco Universal (BBC), Cantv Clase D (TDV.D), Cemex Tipo I (VCM.1), Cemex Tipo II (VCM.2), Corimon A (CRM.A), Electricidad de Caracas (EDC), Envases Venezolanos (ENV), Fondo de Valores Inmobiliarios Clase B (FVI.B), H.L. Boulton (HLB), Manpa (MPA), Mantex (MTX), Mercantil Servicios Financieros A (MVZ.A), Mercantil Servicios Financieros B (MVZ.B) y Sivensa (SVS). A simple vista tiene unos errores estadísticos. Por ejemplo, no tiene sentido tener en un índice las acciones de dos tipos de Cemex y de Mercantil Servicios Financieros, basta con una que sume el total de las acciones de ambas. Las acciones en circulación de CANTV y Fondo de Valores Inmobiliarios sólo toman en cuenta las acciones de un tipo y el concepto de Capitalización es el Valor de la Empresa, no de unas acciones de la empresa, por lo que debería calcularse sobre la base total de acciones, aunque no sean las inscritas. Ahora utilizando las mismas cifras que la bolsa utiliza para el cálculo del Índice de la Bolsa de Valores de Caracas (IBC), al 2 de marzo del 2010, tenemos los valores que se observan en la tabla II-2.

Puede notarse que si se toma de la muestra los valores de la capitalización de Banco Nacional de Crédito, Banco Provincial, Banesco Banco Universal, Cemex Tipo I, Cemex Tipo II, Mercantil Servicios Financieros A, Mercantil Servicios Financieros B. que son siete de diez y siete títulos, es decir el 41,1% de la composición representa el 69.7% del valor total de la capitalización, lo que habla de lo sesgado que está este indicador. Convirtiéndolo en un marcador que no explica de manera eficiente al mercado venezolano. Este fenómeno debe ser común al resto de los índices que se usan para medir la BVC, puesto que se usan metodologías similares en sus cálculos

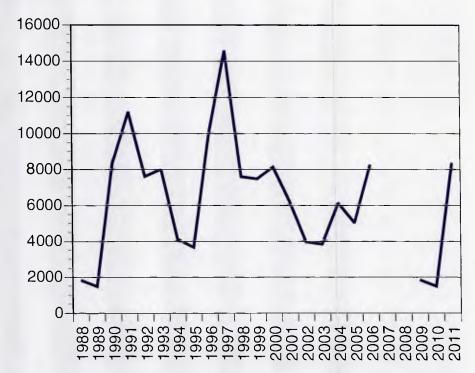
encaminadas a resolver los problemas fiscales y monetarios que se habían generado desde 1974 y para los que las políticas de Luis Herrera Campins (1979-1983) y Jaime Lusinchi (1984-1989) no habían sido más que *paños de agua caliente*. El plan original incluía varias medidas dramáticas, tales como:

- 1.- Liberalización y unificación del tipo de cambio, para convertirlo en un tipo de cambio de flotación sucia.
- 2.- Liberalización de precios y tasas de interés, para que los mismos fuesen determinados por el "mercado".
- 3.- Renegociación de la deuda externa que no había sido sujeta a negociación en 1986.
- 4.- Reducción de los aranceles y eliminación de los permisos fitosanitarios de importación, así como modernización de los sistemas aduaneros.
- 5.- Regularización de los procesos de crédito público y de financiamiento del déficit del presupuesto público.
- 6.- Privatización de empresas no productivas y reducción del tamaño del gobierno.
- 7.- Racionalización del precio de la gasolina de manera de eliminar el subsidio que este producto tenía en la economía venezolana.

En la práctica, el paquete que se denominó por la generalidad "paquete neoliberal", se ejecutó a medias, y se cumplieron en principio algunos puntos, sin embargo, el aumento de precios del petróleo ocasionado por la guerra del golfo pérsico denominada "tormenta en el desierto" ocasionaron una mejoría en los precios petroleros y por tanto en la situación fiscal venezolana, que hizo que los objetivos iniciales se abandonaran. Cuando se dio la transición en el gobierno de Ramón J. Velazquez, el "paquete" fue desmontado casi totalmente con el reestablecimiento de la política de controles fitosanitarios, y luego en el segundo período de Caldera, con el establecimiento de un control de cambios y la política de defensa del sistema financiero venezolano.

El boom alcanzó a la Bolsa de Caracas que mostró uno de los mayores crecimientos de su historia, ya que como referimos antes, la confiabilidad del índice es poca, preferimos graficar el monto de la capitalización total de la bolsa, para que se observe este crecimiento.

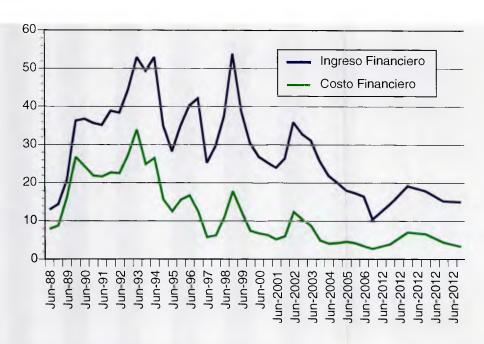
Al ver la gráfica II-1, se puede concluir que al mercado bursátil venezolano le convienen los planes de ajuste como el realizado por Miguel Rodríguez, en el período de CAP entre 1989 y 1991 y el ejecutado por Teodoro Petkoff en el período de Caldera entre 1996 y 1997. En cambio, parecen no ser muy placenteras para el mercado, las políticas que corren en el extendido período de 1999 a 2010.



Fuente: International Financial Corporation (IFC) http://www.ifc.org/

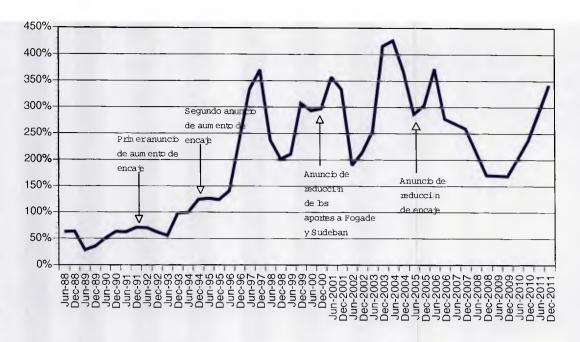
Gráfica II-1 Capitalización Bursátil Venezolana (en millones de US\$)

Ese crecimiento además incluyó el efecto inicial de las políticas de ajuste, cuando en 1989 se intentó hacer las reformas, el gobierno tenía por costumbre financiar el déficit con la realización de ventas compulsivas de letras del tesoro sin rendimiento, las que eran intercambiadas por los montos del encaje de los



Gráfica II-2 Tasas activas y pasivas promedio ponderada de la Banca Comercial y Universal

LaGráfica II-2, es lo suficientemente elocuente en relación a la elevación experimentada en las tasas de interés en el período que transcurre entre 1989 y 1993. Sin embargo la creencia es que los bancos ganan mucho más cuando las tasas son mayores y en esos casos ocurre como cuando un comerciante adquiere un producto a 10 y lo vende a 20, todas las personas calculan la ganancia como 10 por la resta simple, de la misma manera si alguien observa que un comerciante obtiene un precio de 30 y el producto que vende cuesta 20, eso significa una ganancia de 10 también por resta simple. Pero el rendimiento en realidad es del 100% para el primer caso y de 50% para el segundo. De la misma manera ocurre para un banco, Recordemos que el banco presta un dinero que no es suyo y que tiene un costo relativo a los ingresos. Si lo observamos así. El gráfico que mide el Spread es el que sigue:



Gráfica II-3 Spread Financiero de la Banca Comercial y Universal

Al observar la Gráfica II-3 se puede inferir que a pesar de las tasas elevadas del período 1989-1993, eso no significó un elevado rendimiento para los banqueros y esto contribuyó a agravar el problema que al final se desencadenó en la crisis bancaria de 1994 - 1995. De hecho el gráfico comienza con el último año del período de Lusinchi (1988) cuando los bancos ganan más en términos relativos y luego vuelven a ver mejorados sus rendimientos con la aplicación de la Agenda Venezuela y con la política aplicada por Hugo Chávez. Mostrando que los Spreads mejoran con la regulación de tasas y no son tan buenos con libertad de las mismas (1989-1993).

Las elevadas tasas activas estimulan a los clientes corporativos, sobre todo los que pertenecen al segmento medio, a buscar alternativas de financiamiento distintas al financiamiento bancario y como comentamos arriba, la normativa de papeles comerciales había impulsado la posibilidad de crear una nueva alternativa de financiamiento. De hecho, ese instrumento adquirió un auge importante, por lo que ese es otro de los éxitos que puede sumarse al conocimiento de esta nueva forma de ver el Mercado de Capitales. Sin embargo, ese éxito fue efímero en el sentido que, pronto los directores de la CNV,

I. Consideraciones particulares

Antes de cerrar esta parte con la exposición del problema de investigación es necesario añadir a las consideraciones expuestas una más, que está constituida por los fondos de financiamiento. En los mediados del siglo XX, la Comisión Económica para América Latina (CEPAL), que se fundó en 1948, manifestó la necesidad de establecer políticas de desarrollo hacia adentro, lo que condujo a que los países favorecieran la aplicación de créditos para facilitar el desarrollo de los diversos sectores de la producción, dentro de este espíritu nacieron la Corporación Venezolana de Fomento (CVF) en 1946, dos años antes que la CEPAL y luego de ello con la idea de sustituir a la CVF se creó el Fondo de Crédito Industrial (FONCREI) en 1973 y además de otros organismos de la administración pública que apoyaron el desarrollo de actividades de producción, facilitando créditos para el establecimiento de industrias. Estos préstamos eran de largo plazo y por supuesto estaban destinados a financiar la adquisición de bienes de capital para las empresas. Por su parte, el sistema bancario era quien se encargaba de canalizar estos proyectos hacia los fondos especiales de inversión y otorgaba el financiamiento del capital de trabajo necesario para el desarrollo deestas empresas. Casi en su mayoría estas empresas eran de capital cerrado y por supuesto este es uno de los factores que se interpuso en el desarrollo de un mercado de capitales activo. Puesto que las empresas en lugar de abrir la participación en su capital al público, optaban por permanecer cerradas y mantener a buen resguardo su información financiera y operativa, y se mantenían protegidas de una posible toma de control, o de la presencia de socios que podrían complicar la relación con sus exigencias y sugerencias. En cierta medida, esta era otra de las políticas que por medio de la interferencia del gobierno, facilitó el desarrollo de empresas industriales, pero al mismo tiempo, impidió el desarrollo de un mercado de capitales activo, y evitó que dicho desarrollo redundara también, en una mayor eficiencia gerencial.

Hay otro elemento particular del mercado de capitales venezolano. En los años 80, hubo un boom de bonos privados, todos ellos emitidos a tasa de interés

el mercado venezolano se desarrolló centrado en la banca, por intervención gubernamental, otro país heredero de una cultura española, México venía desarrollándose centrado en la banca, pero le debe el desarrollo de su mercado bursátil a la nacionalización de la banca ocurrida en los años 80 del siglo XX, en los cuales los banqueros de la noche a la mañana quedaron sin sus empresas y decidieron en buena medida convertirse en corredores miembros de la Bolsa Mexicana, esto atrajo nuevo capital, nuevas formas de empresarialidad y contribuyó al desarrollo de uno de los mercados bursátiles más grandes de Latinoamérica. Eso es precisamente lo que intentó copiar la bolsa, con la entrada de los banqueros en los años 80. Pero el experimento no tuvo los mismos resultados debido a que los banqueros venezolanos, seguían siendo banqueros al tiempo que se hacían corredores, eso no permitió que se diera exactamente el mismo resultado que en México. De cierto, en Venezuela ocurrió más bien lo contrario, los corredores cuando acumulaban cierta fortuna, preferían montar bancos, aunque fuese de pequeño tamaño.

El trabajo de Tadesse es interesante, pero la verdadera razón que lleva al desarrollo de uno u otro tipo de arquitectura obedece a razones históricas, culturales e institucionales, incluso en Venezuela, podría desarrollarse un mercado de capitales más profundo con la inclusión de un sistema de fondos de pensiones privados, y con la vuelta a desarrollar una banca hipotecaria que se financie con la emisión de cédulas hipotecarias que consigan liquidez por liquidación en la bolsa. Por supuesto, haciendo que las administradoras de esos Fondos de Pensiones no estén vinculadas a la banca, sino más bien, a quienes deberían ser los administradores naturales de ese negocio que son las Compañías de Seguro.

III. Marco Teórico

Es muy poco lo desarrollado como teoría alrededor de los mercados de capitales y menos sobre los mercados bursátiles, en esta sección vamos a tratar de describir lo encontrado al respecto.

A. ¿Qué se pensó antes del siglo XX?

Si existe un momento brillante en el pensamiento económico ese coincide con la baja edad media y el renacimiento, debido a que los pensadores de la escolástica fueron lentamente entendiendo el proceso del préstamo y la necesidad de éste para el funcionamiento de las formas de producción en la sociedad que estaba agrupándose en las primeras formas de capitalismo, que efectivamente floreció en los estados independientes de Italia y por los efectos del descubrimiento de América, en la peníncula Ibérica. Pensadores como San Bernardino de Siena, San Antonino de F

Mariana, Tomás Mercado, Francisco Suáre ellos jesuitas y dominicos; entendieron q comercio y la industria que incipientemer Mediterráneo.

El conocimiento y la preocupación er sos no llevó a ser acusados por los protesta sos de

llevó a ser acusados por los protesta a interés y por los cientistas como ſ oscurantistas, que opacaban ante

os negocios los sos del préstamo gos medievales y nte razón que los

or parte de

ario para el

iárgenes del

su contraparte.¹⁹ Como buen banquero reconocía que los préstamos tenían que poseer una garantía, sin la cual el riesgo que corría el prestamista podía ser excesivo. Reconocía la importancia del crédito, puesto que creía que el empresario sin capital, podía hacer uso del crédito y del ahorro para ir amasando el capital que no poseía y por tanto, aspirar a convertirse en un propietario, en lugar de un criado.²⁰

Su obra es quizá el primer tratado coherente de economía escrito en el siglo XVIII y posterior a las propuestas asomadas por los escolásticos; quizá esto se podría ratificar viendo lo que piensa Jevons de la obrade Cantillon, que se encuentra en la siguiente cita:

[...] Si se exceptúa que fue una vez deficientemente citada por Adam Smith ha seguido siendo, hasta el presente, una obra desconocida o completamente mal interpretada en Inglaterra, mientras que en Francia se la reconoció explícitamente como la fuente de las ideas capitales de la gran escuela francesa. Dicha escuela se sabe que ha formado, en una parte muy importante, la base de la *Wealth of Nations*, y puede hallarse destinada a ser reconocida como la verdadera escuela científica de la economía²¹

También en Francia, Turgot nos sorprenderá con sus propuestas. Este pensador a quien de manera habitual se le confunde con un miembro de la fisiocracia, no era tal cosa. Él se definía de esta manera: "No soy enciclopedista porque creo en Dios, no soy economista porque desearía no tener rey"²² Su preocupación por el Capital, la Empresa, el Ahorro, y el Interés, es sorprendente; incluso afirma que la Riqueza se acumula por la producción anual no consumida y ahorrada.²³ Por tanto la Riqueza es producto del ahorro y una de las ideas que lo aleja de los fisiócratas es precisamente considerar que había otros factores generadores

²⁰ Op. Cit., p.128

¹⁹ Op. Cit., pp.136-137

²¹Jevons, W.S. *Richard Cantillon y la Nacionalidad de la Política Económica*. Incluido en la Edición de: Cantillon, R.: *Ensayo Sobre la Naturaleza del Comercio en General*, Fondo de Cultura Económica, México, 1978,p. 230-231

²²Rothbard, Murray: *Historia del Pensamiento Económico*, Unión Editorial, Madrid 1995, T.I. p.430. El nombre con el cual se conocía a los fisiócratas en Francia era *économiste*, el término fisiócrata se debe a Adam Smith que los denominaba de esa manera.

²³Turgot, A. R. J. : Reflexiones sobre la formación y la distribución de las riquezas, Unión Editorial, Madrid, 2009, pp. 93-98

El enfoque de Cassel se inicia afirmando que todo lo estudiado en cuanto a la teoría del interés antes que él es mejor olvidarlo. Despacha de un plumazo todo el bagaje de los escolásticos. Sin embargo hace un justo reconocimiento al trabajo de Turgot y de Say en el desarrollo de la economía en Francia, como dos pilares del entendimiento de la teoría del capital y no hace mención a la obra de Cantillon. Luego de renegar de los adelantos realizados desde Smith hasta Marx, por limitar su conocimiento a la Teoría del Valor Trabajo y la Teoría del Fondo de Salarios, plantea su enfoque en la consideración del interés como el precio puro pagado por la disponibilidad de capital, que puede en algunos casos incluir una prima por la compensación de los riesgos inherentes al préstamo, haciendo la salvedad que el factor riesgo es ajeno al interés y en nada debe ser confundido con el riesgo.²⁵ Incluso llega a creer posible que se puede medir un tipo de interés de largo plazo totalmente seguro, que permita establecer estadísticamente la tasa de interés. ²⁶ Su concepto es eminentemente matemático cuando propone que existe una necesidad de Capital Disponible, que es producto del uso de los bienes de capital y por otra su producción propiamente dicha. Del uso del Capital Disponible se obtiene una renta y define ésta como el precio del uso de un Bien Duradero.²⁷ de esta manera:

²⁵Cassel, Gustav: Teoría Económica Social, Editorial Aguilar, 1940, pp.215-216

²⁷Idem, p. 220

²⁶Idem, p.218. La existencia de una tasa de interés de largo plazo sin riesgo es compatible a la teoría de William Sharpe, en su enfoque del *Capital AssetPricingModel* (1964), sin embargo Sharpe se cuida de exponer que el nivel de rentabilidad libre de riesgo proponiendo la existencia de un riesgo tan bajo que puede ser denominado como "cero riesgo". De hecho es imposible que dicho riesgo sea "cero riesgo" debido a que el mismo deudor, es el emisor de la moneda en la cual paga, por lo que la tentación a actuar en perjuicio del acreedor debería estar siempre presente. Ver en Mises: *La Acción Humana*, pp. 273-276

Ahorro sólo se aplica a la compra de capital real para la nueva producción.³¹ Por supuesto, el Mercado de Capitales para Cassel era el lugar en el cual se cruzaban la demanda y la oferta de disponibilidades de capital.³² De esta manera, se apoya en el movimiento del Mercado de Capitales para explicar el ciclo de los negocios de la siguiente manera, el precio de los bienes de consumo y el precio de los bienes de capital deben comportarse, según Cassel, en sentido inverso. En expansión, los bienes de consumo se demandan más y eso eleva sus precios, mientras que el consumo de los bienes de capital disminuye, lo que hace que las tasas de interés se eleven, en cambio en recesión los precios de los bienes de consumo sufren un retroceso por un incremento en la producción de los mismos y la producción de bienes de capital desciende por lo que ocurre un incremento en sus precios, lo que provoca una reducción general de las tasas de interés.³³

En relación a la Bolsa de Valores, Cassel tiene un problema de definición debido a que no entiende que éste es un mercado de transacciones y no un mercado primario de inversión. Consideraba que los ahorros entraban al mercado traídos por los compradores de títulos y que estos títulos, bien sea acciones o bonos servían para financiar a las empresas, la diferencia de la cualidad consiste en que las acciones representan la propiedad del capital fijo, mientras que el bono servía para proveer recursos a las empresas, o a los gobiernos (Cassel dice corporaciones públicas), con la finalidad de invertirlos en adquisiciones de capital. En relación a lo cuantitativo, el precio de las acciones y de los bonos obedecía a los movimientos del tipo de interés, aunque en el caso de las acciones considera que estaban relacionados además, a las ganancias que percibían las empresas.³⁴ Sin embargo en esto hay un error conceptual, debido a que la bolsa no es un mecanismo de financiamiento y ahí, esta teoría choca con la realidad y el ciclo, aunque su nombre nos invite a considerar procesos similares en etapas concatenadas, no podemos afirmar que son siempre

³¹ Idem, p. 612

³² Idem, p. 613

³³ Ibidem

³⁴ Idem., pp. 620-621

igualesy de hecho, el conocimiento de los actores hace que las lecciones aprendidas impidan la repetición, en el caso de las tasas de interés así como los precios de las acciones obliga a considerar la posibilidad de valoraciones subjetivas que no necesariamente se comportan como Cassel expone de una manera siempre rigurosa, objetiva y matematizable.

De cualquier forma consideraba que el capital utilizado, en una determinada inversión quedaba sustraído de la renta nacional y a ese fenómeno lo llamó absorción. Lo que causa el proceso de las crisis, debido a que la crisis bursátil era para Cassel un proceso de penuria de capital, en la que escasean los bienes de ahorros dispuestos a adquirir títulos para que con estos fondos las empresas puedan adquirir capital real producido. Esto, también es un error de concepto, puesto que cuando en el mercado se adquiere cualquier cosa, el valor que paga el comprador, es recibido por el vendedor y por tanto no es absorbido, y mucho menos extraído de la renta y en último caso, no existe una penuria de títulos (así se refiere él a la escasez de títulos en un mercado) en la crisis, antes bien lo contrario el exceso de oferta de los títulos valores relativo a su demanda es lo que ocasiona el crack. Pero en todo caso el stock en bolsa es relativamente fijo, a menos que haya oferta producida por ventas de los tenedores de títulos valores de largo plazo.

Cassel era un creyente de las políticas de *Nivel de precios estables* y consideraba que era necesario un volumen de crédito apropiado para permitir el progreso de las industrias debido a la creciente demanda de dinero. Aunque rechazaba las teorías de Smith, Ricardo, Mill y Marhsall, tenía muchas similitudes con estos y por supuesto a pesar de sus críticas con respecto a los trabajos deKeynes, casi podemos reconocerle como un precursor de la teoría Keynesiana.

³⁵Idem, pp. 641-643

³⁶ Este término se utiliza en inglés para referirse en forma de onomatopeya a la quiebra

cómo el capital favorece al proceso productivo se negó la posibilidad de definir el aporte de este factor a la generación de valor que es la esencia de la productividad marginal del capital, fundamentalmente porque el valor no se genera en el proceso productivo sino en las relaciones de mercado entre necesidades, medios y fines.

Para Böhm el interés tiene su explicación en la teoría intertemporal del valor y para él el interés es un fenómeno real y no monetario, que sin embargo puede ser afectado por cambios en las variables monetarias. Considera además que no es la teoría de las productividades la que determina el interés, sino la teoría de las valoraciones que se dan en el mercado. Tenía la concepción de que el capital es un almacén de servicios, que se van a ir generando a lo largo del tiempo, y lo importante es la corriente de los servicios que presta, y que estos tienen muy poco que ver con la remuneración de los servicios, que es la base de la teoría de Knies.

Uno de los seguidores del análisis Böhmbawerkiano quien es Knut Wicksell afirma "Nunca apreciaron Walras y sus continuadores la importancia del elemento tiempo en la producción," Para Böhm eso se denomina tasa de preferencia temporal, y por supuesto, toda la teoría económica no había tomado en cuenta el factor tiempo en el análisis de la tasa de interés y de la teoría del capital. Su propuestaestá basada en la de que un proceso productivo con capital, a diferencia de un proceso productivo que no aplica capital, requiere tiempo, debido a que desde la aplicación de los insumos, con la finalidad de obtener un producto, debe pasar tiempo. El enfoque de Böhm, que fue matematizado por Wicksell refleja que:

1. El Capital debe ser usado en el proceso productivo y ese bien (capital) no es consumido de inmediato, y es producto de las decisiones que se tomaron en el pasado, así como el capital que se está creando hoy es

³⁹ Wicksell, Knut: (1977[1901]: Lectures on Political economics I, A.M. Kelley, New York, p. 171, Citado por Aguirre, José Antonio (2009): El capitalismo y la Riqueza de las Naciones, Unión Editorial Madrid, pp. 39-40

Estos elementos que son según el austriaco el origen de la tasa de interés causarán serias dificultades, puesto que se entenderá como si el origen de esto fuese el fondo de salarios, que es la proposición teórica que parte desde Cantillónhasta llegar a J. S. Mill, sin embargo, Hennings nos aclarará como se debe comprender la expresión de Böhm, él se refiere al mercado de una manera general incluyendo en lo que llamaba subsistencia a la existencia de los bienes en general, y se refería a los fondos que se solicitan en préstamo para adquirir dichos bienes. Afirmando que se trata de un mercado donde se intercambian las producciones presentes con las producciones futuras.⁴³

Pero el primero que refirió al tema de los mercados accionarios es Mises, quien partiendo del planteamiento Böhm Bawerkiano que afirma que el individuo comienza por atender sus necesidades más perentorias, una vez que alcanza la satisfacción de estas, puede comenzar a ahorrar y el ahorro es la condición para poder alargar los períodos de producción, que es lo que facilita el bienestar y la materialización del progreso. Ahora ese ahorro, surge de la decisión de no consumir temporalmente, es decir, de preferir consumir en los períodos siguientes a consumir hoy. Estos excedentes pueden mantenerse en forma de riqueza, para ser utilizados en una etapa posterior o pueden usarse adquiriendo bienes que se involucren en el proceso productivo.

Partiendo por el interés, Mises considera que la preferencia temporal se expresa perfectamente en el interés originario, que es el descuento aplicado a los bienes futuros para convertirlos en bienes presentes. Este interés es la base de las decisiones de compra y venta, así como las de producción, puesto que sólo si se puede obtener una renta las personas son capaces de comprar o de producir bienes, incluso en este último caso son capaces de producir, en un tiempo mas corto, independientemente de la productividad entre dos formas de producción.⁴⁴

⁴⁴ Mises, Ludvig: *La acción Humana. Tratado de economía*. 7ª. Edición Madrid 2004, pp. 625-638

⁴³ Hennings, K. H. (1998[1889]): La Teoría Austriaca del Valor, el Capital y el Interés, vida y obra de Eugen von Böhm Bawerk, Editorial Aosta, Madrid., p, 316

del país que tiene escasez de bienes de capital, debe además estar atento a la defensa a los derechos de propiedad y una renuncia a los procesos de confiscación en las riquezas del capital extranjero. Mises pone en duda que ese proceso pueda darse por la vía del sector gobierno y nos expone que, cuando el gobierno de los zares aceptó préstamos con la Francia de la tercera república para desarrollar su industria y mejorar los procesos productivos, para alcanzar un mayor desarrollo, los aplicó exclusivamente al incremento del armamento, y si se quiere un desarrollo de los sectores productivos, sólo puede darse por la acción de los empresarios. 49

Para Mises, la diferencia entre lo que los hombres de negocios hacen entre el capital fijo y el capital circulante es sólo de grado y no de esencia. Debido a que si el empresario tiene todo su capital en la forma de dinero o títulos, sigue estando sujeto a las variaciones del poder adquisitivo de la moneda, que pueden beneficiarle o perjudicarle.⁵⁰

Los austriacos no aceptan, basados en el mismo realismo conceptual de su metodología, que el Capital tiene una existencia propia y que esta es independiente de los bienes de capital en los que se materializa, por tanto son reacios a creer que el capital se reproduce y que esto garantiza su permanencia. La condición cambiante de la economía industrial hace imposible que el empresario prescinda del cálculo económico y por tanto lo circunscribe a sus dos conceptos básicos: el capital y el interés.⁵¹

El Capital en la concepción austriaca es praxeológico. Es un producto de la razón humana y pertenece a las relaciones de la mente. Este concepto dirige la acción humana y al hacerlo se materializa. Es un concepto que está intimamente ligado al capitalismo y a la economía de mercado. Si el empresario en su acción,

⁴⁸Idem, p. 599

⁴⁹ En la concepción austriaca, empresario es quien hace previsiones del futuro y actúa con la finalidad de mejorar su condición actual, en el futuro.

⁵⁰ Idem, pp. 601-602

⁵¹ Idem, pp. 612-614, tambiénpuederevisarse Hayek, F.: *The Mythology of Capital*, en The Quaterly Journal of Economics, I., pp. 233 ss. (1936)

aparta de los beneficios obtenidos el valor dinerario para reponer el capital consumido, éste puede actualizarse y mantenerse activo. Por tanto no es una relación automática, sino producto de la acción deliberada del empresario, acción que puede estar sujeta al error de cálculo de las condiciones del futuro, o a la negligencia que al final acabaría con el capital en cuestión. Es ahí donde es importante el Ahorro en el proceso de creación de capitales para el pensamiento de la escuela austriaca. Sin embargo no descartan que este proceso pueda realizarse por una mejora autónoma en las condiciones naturales, por incrementos en la productividad o por mejoras en los desordenes institucionales que complican los procesos productivos. Pero para que este proceso ocurra, debe ser producto de los individuos, nunca de la sociedad o de lo que se llama "economía nacional". 52

Frente a la propuesta de Cassel sobre la absorción de capital por parte del mercado accionario, según la cual expone que: La Bolsa siempre es vista como algo deshonesto, donde cuando se experimenta un alza, la generalidad admite que los especuladores se apropian de una ganancia que en buena ley les pertenece a otros, y que cuando se experimenta una caída en los precios, eso redunda en una malversación de la riqueza. En esa teoría tanto una como otra posición, son vistas como un hurto practicado contra el resto de la nación. Los austriacos consideran que las fluctuaciones experimentadas en las bolsas entre otras causas, son el reflejo de lo que ocurre en el mundo de la empresa y acusan incrementos cuando estos se experimentan en las industrias o en el comercio.⁵³

D. Fritz Machlup

Usando algunos elementos del enfoque austriaco, en el conocimiento propuesto por Menger, Mises y Böhm Bawerk, Fritz Machlup publicó un libro denominado

⁵³ Idem, p. 619

⁵²Mises. Op. cit., pp. 614-615

De hecho, para Machlup los aumentos de precios en la bolsa no tienen por qué implicar un aumento en la demanda de dinero, porque el aumento en el volumen de transacciones pueden implicar un incremento en la velocidad con la que ocurren los pagos y las compensaciones en el mercado y esto si implica un incremento en los créditos que el sector bancario dan al mercado de acciones. Por lo cual el incremento en los precios de las bolsas no puede ser explicado sino es por un incremento en los volúmenes de crédito.

Un aumento contínuo en los precios de las acciones no esexplicado por mejores condiciones en la producción o por aumentos en los ahorros voluntarios, pero sí en los volúmenes de crédito. Este crédito al cual se refiere Machlup es el que ocurre para financiar el flujo de caja de los corredores o de las casas de bolsa, ya que puede y de hecho debe presentarse un desfase entre pagos y cobros. Porque en determinados momentos las casas de bolsa pueden ser deficitarias o superavitarias de fondo. El flujo se financia por la vía del crédito bancario.

Eso explica porqué los vendedores a margen y los solicitantes de préstamos no ven fondos líquidos, mientras que los compradores pueden tenerlos. Y eso explica además, el por qué las casas de bolsa prefieren cerrar las posiciones perdedoras de sus clientes.

Ahora en la relación de la bolsa con la economía general, Machlup razonaba que "Las pérdidas de los especuladores del mercado de valores no constituyen pérdidas de capital real para la sociedad" así como: "las ganancias de capital no son ingresos de dinero a la sociedad y no constituyen fondos de inversión. Por lo cual el drama que algunos trabajos del *Mainstream* en los cuales se plantea la pérdida como la causante de un daño irreparable a la sociedad, o la ganancia como el producto de una especulación que también afecta a la sociedad, queda limitado al proceso de flujo y reflujo de empresarios que conocen y manejan en algún sentido la información que es disponible a todos en el mercado de valores.

El enfoque de Machlup comprende y explica al mercado por intermedio de las cuentas de margen debido a que nos informa que cuando se incrementan los

capitales como un proceso de cambio continuo nunca en estado de reposo. lo que da lugar a cambios no esperados, por ningún planificador. ⁵⁷ Él entiende que la Bolsa es la más característica institución de la economía de mercado por lo que si en una economía no existiese una bolsa sería difícil afirmar que es una economía de mercado, y por supuesto mientras mayor sea el tamaño de este mercado, más alejada la economía se encuentra de ser una organización socialista, debido a que todos los miembros de esa sociedad deberían tener el derecho de comprar y vender libremente en ese mercado, siendo esta la principal carencia de las sociedades socialistas. Reconoce que la visión tradicional acepta al mercado de acciones como un sitio en el cual se canalizan los ahorros hacia formas de inversión de capital. Mientras que define al mercado de Bolsa como una serie de mercados de activos, en la cual se encuentran demandantes y oferentes con posiciones totalmente contrarias y afirma que si estas posiciones no fuesen encontradas sería inviable el mercado. Él observaba que en la bolsa, los tomadores de decisiones se dividen en pesimistas y optimistas que se encuentran y disputan sus posiciones, pero como las expectativas son producto del conocimiento existente, al pasar un nuevo evento, este modifica de nuevo el inventario de conocimiento haciendo que nunca permanezca constante.58 Esta es una de características fundamentales de las Bolsas, debido a que ellas producen sus precios, no como el producto objetivo de una información financiera que pudiera ser analizada desde una óptica fija, sino las expectativas de compradores y vendedores, por quienes necesariamente tienen visiones distintas en relación al futuro y en lo único que coinciden es en el precio. 59 Sin embargo, este precio no es el de un equilibrio como el que aprendemos en la teoría de la competencia perfecta, antes bien

⁵⁷Lachmann: p.151

⁵⁹ Op Cit, pp 124-125

⁵⁸ Op Cit, pp 161-162 Según Lachmann el error fundamental de Keynes está en considerar que al actuar individuos con muchas expectativas, convierte a la Bolsa en una suerte de "casino"

las expectativas cuando los precios de los valores han subido más allá de un cierto punto⁷⁴

Keynes sentía que demostraba su teoría. Sin embargo Matchlup afirma que cuando un especulador hace uso de dinero propio o prestado para comprar acciones de un vendedor bajista, los fondos en depósito a la vista o de ahorro caen, mientras los depósitos de plazo se elevan. Y lo observado por Keynes se limita a la observación de los pocos bancos que en aquel tiempo hacían reportes semanales de actividades y que él toma como si fuesen los datos de todo el sistema bancario. 75 Matchlup afirma que lo que realmente ocurrió fue que los depósitos a la vista no se mantuvieron constantes, mientras que los depósitos de plazo crecieron, para luego crecerambos simultáneamente a un ritmo lento. Por lo que no hay evidencia de que los medios de circulación existentes se retiren de la circulación por un atesoramiento de depósitos de plazo, y tampoco se puede afirmar que los créditos bancarios se convierten en depósitos de ahorro. De hecho no es posible que el dinero depositado en cuentas de ahorro quede atesorado y retirado del sistema. En realidad ahí todas las evidencias van en sentido contrario. Y resulta muy cuesta arriba hacer una separación como la que pretende Keynes sobre los tipos de Depósitos y menos aún encontrar una relación directa o inversa entre algún tipo de depósito y el índice de cotizaciones bursátiles.

En la hipótesis keynesiana el crecimiento de los depósitos de plazo representa la transformación de los depósitos a la vista en depósitos disponibles a plazo, debido a un proceso de atesoramiento, en detrimento del crédito industrial. Además añade a su hipótesis en torno a la posición bajista y alcista, que genera el motivo especulativo de la demanda del dinero, el cual es una de las bases fundamentales de su Teoría General. Pero de nuevo el tomador de decisiones tiene dos alternativas, dinero o bonos, sin posibilidades alternas y sus decisiones

⁷⁴ Op Cit, p. 344

⁷⁵ MACHLUP, Fritz.: Stock Market, Credit and Capital Formation, The Ludwig con Mises Institute, Auburn, 2007, p. 137

⁷⁶Keynes, John Maynard: *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero*, Fondo de Cultura Económica. Bogotá, 1981

positiva, de manera tal que la tasa de interés resultante seráineludiblemente positiva.

El análisis de Fisher se realiza a partir de la microeconomía financiera y sobre la base de dos decisiones de comportamiento, la primera la del intercambio de renta real presente en función de un consumo presente en unidades monetarias estables (capítulos IV y V) y la segunda la de decidir entre alternativas de invertir los recursos monetarios y económicos (capítulos VI y VII). Ahora el análisis de Fisher tiene su explicación en el análisis de Böhm, quien lo enfoca desde una forma totalmente teórica, mientras que Fisher pretende explicárselo en términos matemáticos y esa es precisamente la aportación de Fisher al análisis de la tasa, de hecho va a tener una discusión interesante con el mismo Böhm en relación a la tercera causa del interés, que para Fisher formaba parte de la segunda y sin embargo el austríaco insistió en mantener separada.⁶⁴

Pero el verdadero aporte es la explicación de la decisión entre alternativas de inversión, que es lo que él denominó *la tasa de ganancias sobre los costos* (rate of return over cost). En la que permite definir si una corriente de rentas es preferible a otra, y que por supuesto depende de la relación de esa corriente con la tasa de interés vigente en el mercado, y que en términos prácticos es muy similar a la renuncia explicada por Böhm Bawerk.

Lo que queda claro al leer a Böhm Bawerk, Wicksell y a Fisher, es que la teoría del capital estaba perfectamente definida en los trabajos de estos economistas y resulta verdaderamente extraño que al estar el trabajo de Fisher escrito en Inglés, y siguiendo las afirmaciones del mismo Fisher quien reconoce que sus fuentes son Böhm Bawerk y Rae este último también escrito en inglés. A pesar, que Keynes lo reseña, y que fueron escritos en idioma inglés, es extraño que no fuese profundamente utilizado en sus desarrollos.

⁶⁴ Fisher I (1999[1930]): pp. 433-515

En la idea Keynesiana existen varios tipos de dinero, en la primera clasificación define tres tipos de dinero o de depósitos: el de renta, el de los negocios y el de los ahorros.70 pero para analizar el proceso de los negocios en general define una clasificación en dos tipos, el dinero denominado de la circulación industrial y el de la financiera, 71 de esta manera distingue los depósitos que son utilizados en el mercado real, o industrial y el dinero que es utilizado en los mercados financieros, que incluye además el dinero utilizado en los mercados bursátiles; explica además que los depósitos de renta y una parte de los depósitos de negocios son utilizados principalmente en la circulación industrial, mientras que los depósitos de ahorro y el remanente (la menor parte) de los depósitos de negocios son utilizados en la circulación financiera, por lo que él considera que los depósitos de ahorro se asocian al negocio financiero y por tanto al desempeño de las bolsas de valores.72De hecho se extiende a explicar los movimientos del mercado bursátil relacionados a los cambios experimentados en los depósitos de ahorro, por ejemplo que en los procesos bajistas hay un crecimiento de los depósitos de ahorro que el explica como un atesoramiento de recursos en sus cuentas de ahorro, y ocurre lo contrario cuando se genera el proceso alcista, debido a que este grupo de personas deciden cambiar depósitos de ahorro para adquirir títulos valores, lo que causará aún más crecimiento de los precios. 73 Esto lo explicó Keynes en la segunda parte del libro donde analizó los fenómenos ocurridos entre 1927 y 1929, los precios de las acciones subieron en los Estados Unidos y luego se desplomaron, junto a ésta incidencia el afirma que ocurrió un movimiento contrario en los depósitos de ahorro y de plazo, por lo que llegó a afirmar:

Nunca antes tuvimos una oportunidad tan perfecta para probar estadísticamente cómo funciona la mecánica de estas dos posiciones de

_

⁷⁰ Op. Cit, pp. 52-56

⁷¹ Op. Cit, p . 215

⁷² Idem.

⁷³Op.Cit, pp. 219 -226

cuando los factores que determinan el presente se mantienen y cuando varían, pueden ser reajustados por el inversionista con la inclusión de esos nuevos datos matemáticos, ⁸²por lo que peca de ingenuo cuando obvia la posibilidad de que dos individuos para hablar del caso más sencillo, analizan la información disponibleen el mercado de manera diferente y cómo eso se complica por la presencia de otros participantes, las valoraciones pueden ser, como de hecho lo son, totalmente diferentes.

En la realidad, es tan simplista que ofrece como metáfora del mercado el juego de las sillas en el cual, los jugadores conocen que dan vueltas a un conjunto de sillas mientras suena una música y que al detenerse la música tendrán que sentarse, y faltará una silla, por lo que alguien saldrá del juego, por eliminación. Y tergiversa todo el comportamiento del mercado y la necesidad de liquidez de las inversiones de esta manera:

Este es el resultado inevitable de los mercados de inversiónque se organizan para lograr lo que se llama "liquidez" Entre las máximas de la finanza ortodoxa, ninguna, seguramente, es más antisocial que el fetiche de la liquidez, la doctrina según la cual es una virtud positiva de las instituciones de inversión concentrar sus recursos en la posesión de valores "líquidos". Olvida que las inversiones no pueden ser líquidas para la comunidad como un todo. La finalidad social de la inversión realizada con consentimiento de causa debería ser el dominio de las fuerzas negativas del tiempo y de la ignorancia que rodean nuestro futuro. 83

Provoca preguntarle a Keynes si él consideraba que las inversiones que él mismo realizaba eran para contribuir al bien social o para obtener una ganancia cierta. La preocupación fundamental es según Keynes que los individuos no actúen como inversionistas de largo plazo, y que actúen tratando de obtener beneficios de corto plazo en bolsa, pero aunque él afirma que eso es así, no propone una prueba empírica que demuestre que los inversionistas de largo plazo han desaparecido en la presencia de los que denominaba de corto plazo.

⁸² Op. Cit., pp. 139-140

⁸³ Op. Cit., p. 142

Por supuesto, ofrece como solución encarecer las operaciones de bolsa para impedir que los especuladores entren en el mercado, y plantea que esa es la diferencia entre la bolsa de Londres y Wall Street, pero vamos a leer sus propias palabras:

Estas tendencias son una consecuencia difícilmente eludible de que hayamos logrado organizar mercados de inversiones Generalmente se admite que, en el interés público, los casinos deben ser inaccesibles y costosos, y tal vez esto mismo sea cierto en el caso de las bolsas de valores. El hecho de que los pecados de la bolsa de valores de Londres sean menores que los de Wall Street, quizá no se deba tanto a las diferencias en el carácter nacional, como a la circunstancia de que, para el inglés de tipo medio, Throgmorton Street es inaccesible y muy costosa comparada con Wall Street para el mismo tipo de norteamericano. La comisión del corredor de bolsa, los fuertes cargos de los comisionistasy el pesado impuesto sobre operaciones o traslado de títulos que se paga a la Tesorería, gastos todos estos que acompañan a las operaciones en la bolsa de valores de Londres, reducen la liquidez del mercado [...] La implantación de un impuesto fuerte sobre todas las operaciones de compra venta podría se la mejor reforma disponible con el objeto de mitigar en Estados Unidos el predominio de la especulación sobre la empresa.84

Es difícil leerlo y no complicar el análisis con su visión moralista del mercado, puesto que, no creemos que el mercado de Londres haya sido menos pecaminoso que Wall Street en la vida de Keynes, sino que el número de las empresas y la población en ambas naciones era eminentemente diferente y que el mercado norteamericano se inició en 1792, sin embargo no fue una empresa definida con estatutos sino hasta 1817, y en un inicio tenía listados bonos públicos, y tres acciones, no cotizándose activamente acciones sino hasta 1830, con la llegada de las acciones ferrocarrileras, su actual dirección se construyó en 1914 por J. P. Morgan quien estaba altamente interesado en el desarrollo del mercado de acciones, mientras que Londres aun y haberse fundado en 1773, tuvo lugar fijo sólo en 1801, no cotizó acciones activamente sino hasta 1850 y

⁸⁴Op. Cit., pp. 145-146

⁸⁵ Ver http://www.nyse.com/about/history/Horaline_chronology_index.html

estas no fueron activas sino en el siglo XX con las normas que permitieron una negociación más dinámica.⁸⁶ a que en la época de Keynes estaba enfrentando una postguerra mucho más complicada que la que experimentó Estados Unidos.

La solución de Keynes al denominado por él "espectáculo de los mercados de inversión" es el control, la prohibición y la obligación compulsiva a una inversión de largo plazo⁸⁷ y esto es sorprendente si uno piensa que la teoría keynesiana se basa en el corto plazo. Su preocupación es debido a que considera la especulación perversa y a esta como el principal problema de su tiempo. Sin embargo, insistimos en que las proporciones de la especulación están exageradas en Keynes al igual que en los enemigos del mercado. Irónicamente la solución de Keynes que supone el incremento de la liquidez y las disminuciones de las tasas de interés, llevarían irremisiblemente a situaciones de mayor especulación en los mercados financieros.

Muy en contraste con su propuesta de anclar al inversionista en el largo plazo, levanta su segunda preocupación que es el optimismo, ya que considera la fuente de las inversiones y que está altamente influenciada por la naturaleza humana, que podría deprimirse y retirarse de las inversiones. Pero de nuevo tenemos problemas para aceptar la propuesta keynesiana, debido a que las personas tienden a evaluar la información existente de manera diferente y cuando el gobierno interviene, que es la propuesta keynesiana, las decisiones se estarían tomando con un ambiente que está modelado artificialmente y que puede y de hecho ocasiona errores en los cálculos y posibles problemas en los resultados mucho mayores que en un sistema de *libre mercado*, debido a que el empresario que no aparece por ningún lado en la *teoría general*, puede asumir

⁸⁶Ver en: NEAL, L.: The London Stock Exchange in the 19 th Century: Ownership Performance, documento Structures. Growth and de Internet http://oenb.co.at/de/img/wp115 tcm14-38822.pdf, hay además un excelentelibrodenominado FLOUD, Roderick and MaCloskey: The Economic History of Britain Since 1700, Volume I 1700-1860, 2nd. Ed. 1994, p.165 en el cual se da una explicación sobre lo que realmente se cotizaba en la Bolsa de Londres. ⁸⁷Op. Cit., p. 146

expuesta por Fisher, ⁹² explicando que Wicksell entendía la tasa de interés natural, como aquella tasa a la cual se prestaría el dinero físico en una economía de trueque y no el dinero monetario, por lo que si la tasa de interés natural excede al interés monetario, los precios tenderían a subir y viceversa. De hecho afirma que Wicksell es el primer escritor en dejar en claro que el efecto de la tasa de interés, impacta en los precios y que éste se da por la relación con el volumen de la inversión. A partir de Wicksell él reconoce que existe una escuela desarrollándose en Alemania y Austria que sigue lo expuesto por Wicksell y afirma que no ha podido ampliar en el conocimiento de estos autores, debido a sus problemas de comprensión del alemán. ⁹³ Y nombra muy someramente una cuarta propuesta que es defendida por Pigou, que el asocia con la sicología debido a que es la teoría de las expectativas, explica que no necesariamente esto se daría en la economía, puesto que las personas no necesariamente reaccionan por la vía de las expectativas al alza de las tasas de interés, y lo explica de la siguiente forma:

[...] los hombres de negocios pueden alimentar expectativas en sentido contrario; o sea que un tipo de interés más alto elevaría los precios por la única razón de que esto aumentaría los costes de producción, pero una expectativa así no se mantendrá si, en la práctica y aparte de la expectativa el alza del tipo de interés no estaba calculada para elevar los precios. 94

Para Keynes el tipo de interés era, la tasa efectiva que prevalecía en el mercado de préstamos y no el tipo de descuento que usaba el Banco Central en sus operaciones de Asistencia Financiera y definía la tasa de interés de mercado como la compleja gama de tipos de interés que se podría simplificar en el "tipo de interés bancario" y el "tipo de interés de los bonos" 95

⁹² En esto echa mano de lo explicado por Hayek en su trabajo: Teoría del crédito y de la coyuntura.

⁹³Op. cit, pp. 181

⁹⁴ Op. Cit, p.181

del mercado usando modelos económicos apropiados para las circunstancias. De esta manera los precios de mercado, no pueden divergir de los valores fundamentales, a menos que la información provista esté compuesta por errores. La literatura teórica establece el supuesto de que el mercado tiene una mente dirigida a un solo propósito. 99

H. Douglas French¹⁰⁰

En un libro relativamente corto pero no menos interesante, este economista norteamericano, hace una descripción de los procesos de crisis financiera comenzando con el legendario caso de los tulipanes holandeses. Según sus mismas palabras el explica:

La historia nos revela una verdad diferente, por supuesto los especuladores del mercado en los más diversos momentos de la historia han hecho pujas al alza en los precios hacia niveles extraordinarios, sin un sustento en los llamados valores fundamentales, perobasados en la expectativa de obtener un precio más alto, y obtener así un beneficio mayor. Este comportamiento se refiere como la teoría del mayor tonto 101

Por supuesto French aunque le da algún crédito a la teoría e las expectativas propuesta por Kindleberger no se siente totalmente atrapado por sus enunciados. También se refiere a los economistas contemporáneos que buscan las explicaciones de las burbujas especulativas por intermedio de modelos matemáticos complicados y que no han contribuido a la comprensión de estos fenómenos debido a que: "Las herramientas de la econometría, sólo explican los

⁹⁹Kindleberger: Op cit, p.281

¹⁰⁰ French, Douglas: Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money, Mises Institute, Second Edition, Alabama 2009.

¹⁰¹ French: op. Cit., p. 2. En el original en inglés dice: History tells a different story, of course. Market speculators at various times in history have bid up prices to extraordinary levels, not based upon fundamental values, but with the expectation of selling the assets in question at an higher price and thus making a profit. This is sometimes referred to as the "greater fool theory"

Los problemas de revulsión se incrementan cuando los bancos hacen reclamos sobre los préstamos y liquidan los colaterales

El pánico se establece en el mercado y se origina la pregunta de si es necesario que el gobierno o el banco central entren como prestamista de última instancia para solucionar el problema en lo que ahora se denomina "operación de salvamento" 103

Explicando esto se puede suponer que los incrementos de dinero llevan siempre a situaciones de mala inversión, debido a que nunca pasan de ser un incremento de los medios fiduciarios, sin que esto lleve a incrementos permanentes en la producción y para ello nos ofrece el ejemplo de la manía de los tulipanes en el siglo XVII, la cual ocurrió por el influjo excesivo de plata y oro en Amsterdam y por el aumento del comercio y por las leyes que beneficiaban al Banco de Amsterdam.¹⁰⁴ Luego explica el caso de John Law y la burbuja del Mississippi,

¹⁰³Antoin Murphy, *Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist* (Oxford: Clarendon Press, 1986), pp. 66–67; citadopor French en op. cit, pp. 5-6. En el original en ingles dice:

[&]quot;1. The market rise starts off because of some exogenous shock such as war, the end of a war, a technological or natural resource discovery, or "a debt conversion that precipitously lowers interest rates." The shock creates new opportunities for profit, and a boom is engendered.

^{2.} The boom is nurtured by an expansion of bank credit which expands the money supply. Alternatively, the velocity of circulation increases.

^{3.} As increased demand pushes up the prices of goods and financial assets, new profit opportunities are found and confidence grows in the economy. Multiplier and accelerator effects interact and the economy enters into a "boom oreuphoric state." At this point overtrading may take place.

^{4.} Overtrading may involve:

a. Pure speculation, that is over-emphasis on the acquisition of assets for capital gain rather than income return;

b. Overestimation of prospective returns by companies;

c. Excessive gearing involving the imposition of low cash requirements on the acquisition of financial assets through buying on margin, by instalment purchases, and so on.

^{5.} When the neophytes, attracted by the prospect of large capital gains for a small outlay, become numerous in the market, the activity assumes a separate abnormal momentum of its own. Insiders recognize the danger signals and move out of securities into money.

^{6.} A *financial distress* period sets in as the neophytes become aware that if there is a rush for liquidity prices will collapse. The race to move out of securities gathers pace.

^{7.} Revulsion against securities develops as banks start calling in loans and selling collateral.

^{8.} Panic sets in as the market collapses and the question arises as to whether the government or Central Bank should come in and act as a lender of last resort in what has been recently described as a "lifeboat operation."

¹⁰⁴ French Op. Cit., pp. 11-33

que es el primer caso de especulación en torno a la emisión de papel moneda. con caída de tasas de interés y revoluciones de préstamos bancarios 105 y por último explica el caso de la burbuja del Mar del Sur, todos ellos con un intenso uso de préstamo bancario, reducciones de tasas de interés e interacción de un banco emisor de dinero. 106 Por supuesto para cada uno de los tres casos es necesario combinar esos elementos con una gran cantidad de tontos.

La teoría del Mercado de Capitales 1.

La primera condición para el desarrollo de un mercado de capitales es el respeto a la propiedad privada, puesto que es imposible el desarrollo de este tipo de mercados si se anticipa la negación del sistema capitalista. Nada más capitalista que un mercado de capitales, puesto que son las personas (individuos) quienes ahorran, incluso cuando lo hacen de manera colectiva, toman decisiones individuales, los individuos son los que aportan recursos con la finalidad de hacerlos crecer para el futuro.

Naturalmente, existen dos vertientes en el mercado de capitales, la que se denomina Mercado Primario, y la que se llama Mercado Secundario. Si el segundo es altamente líquido, eso influencia positivamente al primero, haciendo que crezca de manera importante. En cuanto al Mercado Primario, que es el mercado de emisión en el cual se financian las empresas y corporaciones, tanto del sector privado como del gubernamental por la captación directa de recursos, ésta se encuentra alimentada por los ahorros privados, debido a que se trata de instrumentos que ofrecen alternativas de inversión a las personas. Eso implica que deben existir personas con conocimiento o instituciones de ahorro de largo plazo a las que se puedan dirigir los ahorradores para buscar alternativas para su dinero, por tanto, debería promoverse la existencia y el conocimiento de los objetivos que persiguen los fondos mutuales, fondos de pensiones y empresas aseguradoras quienes al final, deberían ser los principales demandantes de las

French Op. Cit., pp. 35-74
 French Op. Cit., pp. 75-103

Otro elemento importante, debido a que los ahorradores no tienen plazos precisos para el retiro de sus recursos, es la necesidad de un mercado secundario, que puede ser institucional, como es el caso de una bolsa de valores, o puede ser no institucional, como es el caso de los sistemas Over The Counter, que también son denominados fuera de bolsa. La bolsa debe ser un lugar abierto, en el cual se pueda negociar con libertad y en el cual las empresas no consigan límites para que sus títulos (acciones, bonos, los instrumentos bancarios de largo plazo y los certificados de suscripción) puedan ser negociados. Esto también para que las personas que compren en mercados primarios con horizontes de corto plazo, puedan encontrar un mecanismo de salida para su inversión. Precisamente, ese mercado secundario debe ser líquido y para ello, resulta necesario permitir la especulación. Entendiéndola como una forma de negociar, debido a que este tipo especial de empresarios hacen proyecciones del futuro, es decir, lo que denominamos especulación, y en aquellos países donde existen límites a la venta en plazo o cantidades, no puede desarrollarse un mercado bursátil.

Las bolsas como lo dice Machlup, sólo pueden crecer en ambientes de crédito fácil, más allá de que las condiciones de la producción mejoren, o que haya un incremento en los ahorros voluntarios. Sin embargo, su crecimiento es lo que puede facilitar una forma de financiamiento barato, que es constituido por la venta de acciones por parte de las empresas para conseguir recursos. Pero hay que tener en cuenta que esta venta se realiza en el mercado primario, no en el secundario, para el primero hace falta inversionistas, para el segundo personas con deseos de obtener rendimientos o liquidez. En este sentido, hay que entender que el mercado secundario es un auxiliar para el desarrollo de un mercado primario. Si las empresas emiten y sus inversionistas proceden inmediatamente a llevar esas emisiones a los mercados secundarios pueden provocar el estancamiento, que incluso puede llegar a convertirse en una baja en los precios, debido a que estas acciones pueden llegar al mercado bursátil, para aumentar la oferta del mercado. En el cual, casi siempre negocia los mismos volúmenes y por tanto, cuando se experimenta una elevación de precios

por los bancos centrales y que coinciden con precios muy bajos de las acciones de las empresas. Esto hace que la bolsa anticipe al PIB como indicador de la recuperación económica, es decir, si se presenta un crecimiento de los índices bursátiles en momentos de recesión, es muy probable que eso esté indicando que el proceso de recuperación está a punto de iniciarse. Como expusimos que la oferta de títulos en la bolsa es relativamente estable, en el corto plazo. quienes compran y atesoran títulos, no dinero; y este es el único atesoramiento que existe en el mercado financiero y en especial en el bursátil. Nos referimos a unatesoramiento de títulos valores, porque quien vende puede utilizar sus recursos monetarios provistos por la venta para lo que quiera y eso no los retira del sistema, por ningún plazo. Dicho atesoramiento de los títulos valores junto al incremento de recursos dirigidos a la bolsa es lo que ocasiona el crecimiento en los precios bursátiles y éste alimenta la especulación en torno a las posibles ganancias que se presentan en éste mercado. Las ganancias que son siempre inflacionarias se ocasionan por el desequilibrio existente entre oferta y demanda de los títulos valores y por la llegada de nuevos recursos monetarios al sistema, estos pueden ser provistos, entre otros, por los créditos de las cuentas de margen. El crecimiento de los precios no es predecible, ni obedece a patrones medibles, depende de las decisiones de quienes tienen títulos o quienes tienen la posibilidad de emitir nuevos títulos que podrían producir aumentos en la oferta y al final restituir el equilibrio u ocasionar nuevos desequilibrios. Otro de los límites que tiene el crecimiento del mercado bursátil son las restricciones operativas que se impongan a los créditos de margen.

Es frecuente que el mercado se estanque cuando las tasas de interés sean más altas y cuando quienes compraron títulos en las etapas iniciales del crecimiento tomen sus decisiones de venta, añadiendo mayor oferta al mercado que se encuentra en mayores niveles de precio. Esta etapa del mercado se extenderá como una relación de las nuevas entradas de recursos provistos por los nuevos compradores bursátiles, en la medida que las empresas no distraigan a los compradores con emisiones primarias y por las condiciones de crédito de margen. Este estancamiento de los precios en niveles más elevados, atrae

Incluso, los experimentados pueden tomar decisiones equivocadas luego de haber acertado en procesos previos, y no por ello son menos racionales.

Lo cierto es que de nuevo la caída en el mercado bursátil, anticipa la recesión en el sistema económico y ese momento es, quizá, el más delicado de todo el sistema, puesto que es la ocasión en el cual se presentan además, crisis en el sistema financiero y las quiebras bancarias, dependiendo de la posibilidad de enfrentar los fallos en los créditos y las solicitudes de efectivo por parte de sus depositantes. Estos procesos no son sincrónicos, sino que siguen lo que Mises llama tiempo praxeológico, es decir las etapas se queman en la medida que los inversionistas, especuladores, o empresarios actúan y no obedece a proceso previamente definidos, sino gruesamente dibujados por la lógica deductiva. 111 Por ello es necesario conocer y utilizar eficientemente al mercado bursátil como indicador de la situación económica.

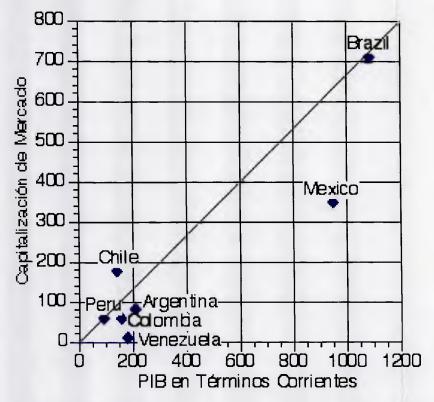
Por supuesto la racionalidad está siempre presente en el individuo, quien no por ser racional debe siempre acertar en sus previsiones. Por tanto, nuestra visión del inversionista o especulador bursátil es la misma que tiene la teoría económica de la escuela austríaca¹¹² en la cual aplica su conocimiento, sin que ello signifique que todos tienen la misma posición. Para que el mercado funcione como un proceso de tipo praxeológico,¹¹³ la decisión debe ser libre, y obedecer a un proceso racional, es decir que obedece a la aplicación de un conocimiento teórico previo, no por la posibilidad de acierto en las decisiones tomadas.

¹¹¹Mises: Op cit., pp. 119-125

¹¹² Idem., pp. 307-308 ¹¹³Idem, pp.40-44

IV. Marco Metodológico

La tendencia natural de los mercados es a tener un Mercado Bursátil proporcional al PIB del país, esto puede observarse en el siguiente gráfico (Gráfica IV-1) que muestra la relación entre la Capitalización Bursátil y el PIB en términos corrientes:



Gráfica IV-1 PIB Nominal vs. Capitalización de Mercado en Miles de Millones de Dólares Año 2006

Fuente: Banco Mundial http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD [capturado el 24/agosto/2010]

Como resulta evidente del gráfico, esta relación se cumple para casi todos los países que tienden a tener ambas variables cercanas a la línea de 45° que

mostraría la proporcionalidad de ambas variables. Sin embargo, para 2006 Venezuela tiene un PIB mucho mayor que el tamaño de su Mercado Bursátil medido por intermedio de la Capitalización Bursátil, por lo cual el Mercado Bursátil es más pequeño que el equivalente en mercados similares.

Ese es precisamente el problema de investigación, debido a que Venezuela debería tener en condiciones iguales, un Mercado Bursátil al menos proporcional a su PIB como lo poseen el Argentino, el Colombiano, el Chileno o el Peruano y tender a una posición más cercana a la línea de 45 grados.

A. Los Datos disponibles

La consecución de datos es complicada. La antigua Comisión Nacional de Valores, actual SUNAVAL siempre supuso que los Split eran emisiones primarias de acciones y eso hace poco confiable parte importante de la data, la bolsa no produce información de una manera consistente y el índice de precios del cual se habló en el capítulo II es sólo una muestra de la poca rigurosidad en la presentación de datos.

Sin embargo, el banco mundial guarda y publica en uno de sus organismos denominado el International FinancialCorporation (IFC)cifras financieras, las mismas está disponible en el sitio web del Banco Mundial. Sin embargo, hay que reconocer que la fuente de esta debe ser el mismo mercado venezolano. Lo cierto es que hay diferencias muy importantes entre las cifras de la Federación Iberoamericana de Bolsas de Valores (FIABV)y las del Banco Mundial, a pesar que quienes proveen esas cifras son la Bolsa de Valores de Caracas y la Superintendencia Nacional de Valores. Por razones de rigurosidad, serían preferibles las últimas, pero son escasas si uno pretendiera un estudio econométrico, incluso se notan diferencias entres las cifras publicadas por el Banco Central de Venezuela y por la Comisión Nacional de Valores.

intenten abordar la problemática desde un enfoque teórico con el apoyo estadístico.

Puede notarse en la tabla que el número de empresas listadas alcanzó un máximo en 1998, justo el año en el que comenzó el período de Hugo Chávez y podría ser indicativo del ambiente de elevada incertidumbre con acusado irrespeto a la propiedad privada y esto se fue acentuando en la medida en la que se adentró en lo que se denomina "Socialismo" que coincide con el año 2008 y luego de 2010 con la intervención de las Casas de Bolsa.

Tabla IV-1: Datos del Mercado Bursátil Venezolano

Año	Empr	Capitalización	Capitalización de	Valor total	Valor total de	Razón de
	esas	de mercado	mercado de las	de las	las acciones	rotación
	lista	(% del PIB)	acciones listadas	acciones	negociadas	(%)
	das		(Dolares	negociadas	(dólares	
			corrientes)	(% del PIB)	corrientes)	
1988	47	3.11	1,820,000,000	0.38	221,000,000	
1989	74	3.49	1,470,000,000	0.22	93,000,000	5.65
1990	76	17.78	8,360,000,000	4.75	2,232,000,000	45.41
1991	87	21.65	11,200,000,000	6.26	3,240,000,000	33.13
1992	91	13.00	7,600,000,000	4.50	2,631,000,064	27.99
1993	93	13.78	8,009,999,872	3.23	1,874,000,000	24.01
1994	90	7.27	4,110,000,128	1.66	936,000,000	15.45
1995	90	4.88	3,655,000,000	0.68	510,000,000	13.14
1996	87	14.73	10,055,000,000	1.87	1,275,000,000	18.60
1997	91	16.99	14,581,000,000	4.49	3,857,720,000	31.32
1998	94	8.31	7,587,000,000	1.68	1,532,000,000	13.82
1999	87	7.63	7,471,000,000	0.79	770,000,000	10.23
2000	85	6.94	8,128,050,000	0.59	685,720,000	8.79
2001	63	5.06	6,215,770,000	0.32	394,240,000	5.50
2002	59	4.26	3,961,540,000	0.11	106,440,000	2.09
2003	54	4.57	3,820,470,000	0.18	147,450,000	3.79
2004	59	5.44	6,116,880,000	0.40	451,890,000	9.09
2005	50	3.45	5,017,400,000	0.17	249,250,000	4.48
2006	53	4.50	8,250,530,000	0.36	666,410,000	10.05
2007	60	NA	NA	NA	NA	NA
2008	60	NA	NA	NA	NA	NA
2009	60	2.72	8,860,000,000	0.02	62,000,000	NA
2010	55	1.03	3,991,000,000	0.01	52,000,000	0.81
2011	36	NA	5,149,500,000	NA	39,068,010	0.86

Fuente: Banco Mundial disponible en http://data.worldbank.org/country [descargado el 20/enero/ 2012]

V. Resultados Obtenidos

Ahora cuáles son las condiciones que hacen que este comportamiento se evidencie y que el mercado bursátil venezolano mantenga un tamaño relativamente disminuido.

En la introducción y planteamiento del problema se expuso que en Venezuela al igual que en otros países latinoamericanos se siguieron los planteamientos de la CEPAL para conducir al desarrollo de las economías.

El modelo en Venezuela se entendió como una oportunidad de negocios para la Banca la cual apoyó a los industriales en la elaboración de proyectos de inversión que fueron financiados en el largo plazo por la Corporación Venezolana de Fomento y Foncreiy en el corto plazo por la banca nacional; en todos esos casos, la banca apoyó a los solicitantes de crédito como gestores de fondos, mientras que ellos otorgaron los créditos para el capital de trabajo.

Esto hace el modelo de desarrollo venezolano altamente dependiente del sistema bancario y ello justifica perfectamente la creencia generalizada de que la banca es el mecanismo de financiamiento del desarrollo, que es amparado por la literatura que generalmente se utiliza para enseñar en las escuelas de economía venezolanas, Casell y Keynes en sus concepciones del mercado financiero y del financiamiento empresarial y estos pensadores un peso importante en los contenidos programaticos de las materias que se orientadas a explicar los mercados e instituciones financieras.

Otro elemento que se añade a la explicación que se está planteando es la existencia de una gran cantidad de bonos privados de tasa de interés variable que fueron emitidos entre el final de los años 70 y el inicio de los años 80. Dichos volúmenes coinciden con los años en los cuales la tasa de interés en el sistema financiero estaba regulada y de esa manera las empresas consiguieron

De la Tabla V-2 puede evidenciarse que son muy bajos los montos negociados en dichos instrumentos de renta fija, de hecho en promedio son el 6% para las obligaciones, el 4% para las Cédulas Hipotecarias y el 7% para los Bonos Financieros, lo que habla de un muy bajo grado de liquidez y también el poco uso de este mecanismo para darle liquidez a las inversiones.

Tabla V-2 Monto en circulación y Monto negociado en la Bolsa de Valores de Caracas en Millones de Bs.

	Monto En Circ	<u>culación</u>	Monto Negociado				
	(a valor nomir	nal)	(a valor de mercado)				
		Cédulas	Bonos		Cédulas	Bonos	
	Obligaciones	Hipotecarias	Financieros	Obligaciones	Hipotecarias	Financieros	
1970	429	1563	137	19	91	28	
1971	596	2333	174	16	102	61	
1972	735	3291	268	37	99	70	
1973	666	4280	348	94	107	51	
1974	669	5487	551	48	116	29	
1975	1047	7697	958	127	107	71	
1976	1362	10746	1421	250	114	29	
1977	2202	13860	2058	202	136	35	
1978	2983	16329	2853	169	59	18	
1979	2915	15462	2738	81	128	13	
1980	2984	14159	2402	78	61	4	
1981	2595	13817	2286	42	2185	0	
1982	2429	12963	1193	21	1884	0	
1983	2397	11600	1844	. 15	699	0	
1984	2053	10257	1572	17	114	0	
1985	1786	9604	1249	29	48	0	
1986	1483	8608	1021	39	15	0	

Fuente:

BCV Informes Económicos 1970-1986

CNV Informe Anual 1970-1986

BVC Anuario 1970-1986

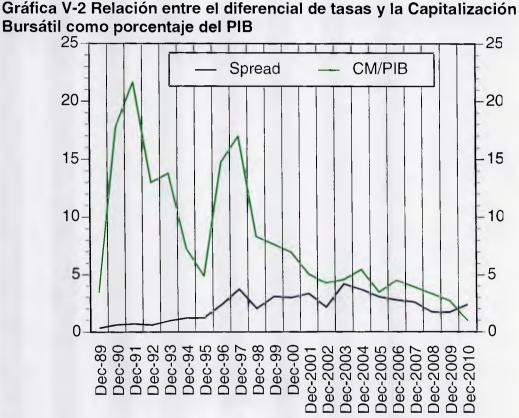
Esto puede explicar la poca importancia del tamaño de la bolsa, en aquellos años, pero además explica que quienes compraban las obligaciones eran inversionistas interesados en mantener los instrumentos en el largo plazo, hasta la maduración, por lo que probablemente eran instituciones financieras y no personas naturales, como sí es el caso de las Cédulas Hipotecarias que si se observa muestran montos significativos negociados, lo que habla de personas

naturales buscando liquidez. Pero este instrumento pierde atractivo con la presencia de la inestabilidad al alza del tipo de cambio con relación al dólar, que es evidente a partir de 1983.

Otro elemento que hace pensar en la participación de instituciones financieras en la compra de Títulos del Mercado de Valores de Renta Fija es que en dicho período se realizó la emisión de un bono de Venepal (1978-I) cuya emisión se hizo con tasa de interés variable atada a la tasa pasiva de los depósitos a 90 días, para añadirle atractivo al bono que tenía un cupón bajo, se le otorgó una opción de redención a favor del inversionista, que en los mercados financieros se denomina Putable (término extraído del Put), estas opciones podían ser ejercidas en tres momentos de la vida del bono y a pesar de la poca rentabilidad efectiva del bono, ningún inversionista ejerció jamás la opción de redención y el instrumento se redimió a vencimiento. Esto habla de dos posibles situaciones, el bono fue adquirido por un grupo de personas que no conocía las posibilidades de redención anticipada y dejó expirar las opciones, cosa que es poco probable a la vista de un comportamiento como el explicado en el capítulo III, en relación a las tasas de interés negativas en bolívares, y como lo que se muestra en la tabla anterior en relación a las cédulas hipotecarias, la explicación más probable de lo ocurrido con el mercado de bonos y a la vista de la emisión de Venepal 78-I, es que la misma fue comprada por instituciones financieras, que estaban claras de las condiciones de los instrumentos y una vez adquiridos se entregaron alos departamentos de valores de dichas empresas, estos a su vez, acostumbrados a cobrar cupones de interés ejercieron su oficio como era corriente, sin preocuparse por las opciones de redención. Si la segunda posibilidad es cierta, eso explicaría perfectamente que los demandantes de las emisiones del mercado de capitales eran los bancos y eso conducía a la poca liquidez bursátil de dichos instrumentos.

En los últimos años de la década de los 80 y en los primeros años de la década de los noventa(ver tabla V-3), la mayor liquidez de los bonos privados se explica por la emisión de Vales de Dividendo por parte de la Electricidad de Caracas, que cancelaba de esa manera los dividendos en efectivo a sus accionistas,

efectivamente el cancela un alguiler por el dinero que no es de él v cobra otro alquiler por el dinero que tampoco es de él. Por tanto su ganancia puede medirse de manera absoluta si usamos el ingreso y el gasto total, pero cuando usamos tasas de interés debemos medirlo de una manera relativa.



Fuente: Datos del IFC y SUDEBAN cálculos propios

Si se observa el Gráfico V-2 Hasta el año 1998 u después del año 2002 hay una relación directa entre el Spread y la Capitalización del Mercado lo que puede indicar que un diferencial elevado estimularíael crecimiento del mercado de capitales que estarían en medio de ese diferencial favoreciendo a los depositantes que podrían obtener una tasa mejor a la que ofrece la banca y al mismo tiempo permite a los emisores el financiamiento por vías distintas al préstamo bancario. Pero desde 1999, se añade a este elemento una especial incertidumbre, que distorsiona esta relación, de hecho las condiciones vigentes en el mercado venezolano debería permitir un desarrollo importante del mercado

VI. Conclusiones y Recomendaciones

Una de las conclusiones importantes es que la data que se utiliza en el mercado venezolano para medir el mercado de capitales no es consistente, por lo que requiere de un conocimiento que quienes controlan y quienes participan en él no poseen. Es evidente que quienes participan, en algunos casos si lo tienen, pero no están interesados en esa parte del negocio, puesto que su objetivo es aprovechar los desequilibrios para obtener ganancias y aunque ellos se beneficiarían de una información más precisa, consideran que esta redundaría en un costo adicional.

Si es cierto que quienes lo controlaban no entendían al mercado y medían fenómenos irrelevantes como los dividendos en acciones y fomentaban el que los inversionistas siguiesen elementos de tan poca importancia como esta. No hay que dejar de lado que la metodología del índice también es muestra de este desconocimiento del mercado y de las prácticas estadísticas más elementales.

En este punto es irremediable explicar que las políticas que han seguido los gobiernos desde 1974 fueron dañinas para el desarrollo de un mercado bursátil de profundidad y esto ha sido complicado con todas las políticas ejecutadas desde 1998 con la llegada del actual gobierno. Ratificando lo expuesto por Lachmann en relación a que mientras más importante sea el mercado bursátil en una economía, menos visos de socialismo tiene esa sociedad.

Por supuesto, eso requeriría además, que el organismo encargado de supervisar al mercado, es decir la Superintendencia del Mercado de Valores (antigua Comisión Nacional de Valores) se modernice y se especialice, de la misma manera se requeriría que la normativa de emisión, colocación y operativa se simplifique para evitar que los trámites se hagan engorrosos y que se presenten casos como el de los Mutuos, que aquejó al mercado de Casas de Bolsa

Glosario de términos utilizados en este trabajo

Acciones en Circulación (Outstanding Shares): Se denomina así a la cantidad total de acciones en circulación de una empresa. Es decir todas las acciones que conforman el capital menos las acciones en tesorería, las cuales se consideran fuera de circulación.

Capitalización Bursátil (Market Capitalization): Se denomina así al producto del precio de mercado de una acción y la cantidad total de acciones en circulación de una empresa. Es también llamado Valor de Mercado y representa lo que sería necesario pagar en un determinado momento, para comprar en su totalidad la participación patrimonial en una empresa. Cuando se refiere al mercado es la suma de las capitalizaciones de todas las empresas que lo conforman en un determinado momento.

Cataláctica: Esta expresión es de origen griego, de la expresión Catalasos (καταλλάσσω), en griego tiene tres significados intercambiar, pasar de enemigo a amigo y admitir dentro de la comunidad. Según Mises es la ciencia que se ocupa de las acciones que se realizan sobre la base del cálculo monetario, es decir un sistema lógico basado en los precios monetarios y el cálculo económico. Ver en Mises: La Acción Humana, pp.283-286

Crash: Este término se utiliza para expresar la caída estrepitosa del mercado de valores.

Diferencial (Spread): Diferencia entre la tasa activa y pasiva. Este spread se mide como la diferencia simple, que se denomina spread simple y como la división ente la tasa activa y la pasiva, que se denomina spread relativo.

Error empresarial: resultado de laspérdidas empresariales, al elegir determinados fines o medios sin cerciorarse que existían otros fines de mayor valor. Sin embargo, hay que tener claro que el observador exterior nunca puede objetivamente calificar de irracional una acción, dado el carácter esencialmente subjetivo que tienen fines, costes y medios. Ver en Huerta de Soto, J.: Socialismo, Cálculo Económico y Función empresarial, Unión Editorial, Madrid, pp.49-50

Fondos Mutuales (Mutual Funds): Son empresas que se utilizan como vehículo de inversión, pueden ser de capital abierto, en cuyo caso aumentan el número de sus acciones en circulación para atraer nuevos inversionistas. Generalmente tienen un objetivo preciso de inversión, pudiendo ser éste la compra de acciones, bonos, bonos específicos de un tipo, mixto, instrumentos en una o en algún tipo de divisas, etc., se valoran a diarioy se venden por ese precio a los nuevos accionistas, así como se liquida a quienes quieren deshacerse de su inversión en las oficinas de la administración del fondo. Al ser de capital abierto existen límites para la propiedad de las acciones del fondo para evitar que exista un control en las decisiones del fondo.

El fondo también puede ser de capital cerrado, en cuyo caso las acciones están limitadas al capital social y generalmente estos fondos cotizan en bolsa y son negociados a un precio de mercado que puede no tener relación con el valor de liquidación de la empresa.

Fondos de Pensiones (PensionFunds): Son Fondos Mutuales específicos para cumplir la finalidad de resguardar las inversiones que van a ser aplicadas a fondos de retiro, el mecanismo de funcionamiento es muy parecido al de un Fondo Mutual de Capital Abierto, pero tienen limitaciones más estrictas en la administración de las inversiones, sus objetivos y en los manejos de rendimiento.

Intermediación Financiera Directa: Es cuando un inversionista compra directamente su inversión de un tenedor inicial, se considera por tanto similar a la compra venta, debido a que el comprador, que puede ser el emisor de los títulos recibe el dinero y el vendedor entrega los títulos en cuestión.

Intermediación Financiera Indirecta: Es la intermediación del mercado bancario, en la cual un depositante realiza un depósito y el banquero coloca esos recursos en algún emisor (de bonos) o en un deudor (solicitante de créditos)

La ley de los mercados: Se conoce así a la ley propuesta por J.B.Say la cual generalmente se enuncia diciendo que cada oferta crea su propia demanda.

Mercado Primario (PrimaryMarket): Se conoce así al mercado de emisión, es decir cuando una empresa emite sus títulos valores (acciones o bonos) y los coloca ante un inversionista, esta operación debe ser siempre fuera de bolsa, debido a que la bolsa no es un instituto de inversión.

Mercado Secundario (SecondaryMarket): Se conoce con esta denominación al mercado de transferencia de títulos, cuando un instrumento ha sido comprado en el mercado primario, la siguiente operación en la que se venda, es decir cuando su dueño original decida venderla ocasionará una transferencia que se denomina mercado secundario. Esta operación puede ser fuera de bolsa o en la bolsa.

Over the Counter (Sobre el mostrador)también abreviado OTC. Se denomina de esta manera al mercado extrabursátil, que no es institucional, y que atiende a normas informales de negociación.

Praxeología: Consiste en el estudio de la estructura lógica de la acción humana, como generadora de las decisiones individuales, voluntarias, consientes. Por lo que escapa al ámbito de la sicología entendida ésta como ciencia de la conducta o como ciencia del subconsciente. La acción consciente y racional lleva al individuo a escoger, decidir, por tanto abandonar o renunciar, pero siempre dirigido por un acto de la voluntad. Ver en Mises: La Acción Humana, pp.15-35

VII. Bibliografía A. Trabajos Publicados:

ARCILA FARÍAS, E.: Documentos del Real Consulado de Caracas. Doc. No.20. p.57 Sesión del 18 de abril de 1807. Extraído del Arch. Nac. Actas del Real Consulado. T IV folio 53.

BREALEY, R., y MYERS, S. (1993): Fundamentos de Financiación Empresarial. McGraw Hill. Madrid. (4a ed.). Págs.: 343-376

CASSEL, Gustav: Teoría Económica Social, Editorial Aguilar, 1940

FLOUD, Roderick and MaCloskey: The Economic History of Britain Since 1700, Volume I 1700-1860, 2nd. Ed. 1994,

FRENCH, K. (1980): "Stock Returns and the Weekend Effect". *Journal of Financial Economics*, 8. Págs.: 55-70

GARAY, Urbi y Maximiliano González: Fundamentos de Finanzas, Segunda Edición Ediciones IESA, Caracas 2007.

GARAY, Urbi: Los mercados de capitales con aplicaciones al mercado venezolano que puede ser ubicado en la siguiente dirección web: http://servicios.iesa.edu.ve/portal/NotasEstudio/MercadodeCapitales.pdf [Capturado el 03/03/2010]

HAYEK, Friedrich: Vicisitudes del Liberalismo, Obras Completas Volúmen IV, Unión Editorial, Madrid, 1992

HAYEK, F.: *The Mythology of Capital*, en The Quaterly Journal of Economics, I., pp. 233 ss. (1936)

HUERTA de SOTO, Jesus: La escuela austríaca, Editorial Síntesis, Madrid, 2000

HUERTA de SOTO, Jesus: Socialismo, Cálculo Económico y Función Empresarial, Segunda Edición, Unión Editorial, Madrid, 2001

KEYNES, John Maynard: *Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Diner*o, Fondo de Cultura Económica. Bogotá, 1981

KINDLEBERGER, Charles P.: Manias, Panics, and Crashes A history of Financial Crises. Basic Books, Inc. Publishers, New York, 1978.

KIRZNER, I.M. The Meaning of Market Process. Essays in the Development of Modern Austrian Economics, Routledge, Chapman & Hall, Londres 1992

BVC, Reglamento de la Bolsa de Valores de Caracas (2000)

CNV(1998): Ley de Mercado de Capitales G.O. No. 36.565 del 22 de octubre de 1998

CNV: Normas Relativas a la emisión, oferta pública y negociación de papeles comerciales, en Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela No 5.582 Extraordinaria del 03 de abril de 2002

CNV: Instructivo para solicitar autorización para hacer oferta pública de papeles comerciales en Gaceta Oficial de la República Bolivariana de Venezuela N° 38.229 del 15 de julio de 2005

CNV:Normas Relativas a la autorización de las Sociedades Calificadoras de Riesgo y registro de las mismas, en Gaceta Oficial de la República de Venezuela No 4.808 Extraordinaria del 02 de diciembre de 1994

FIAB, Anuario 2004, 2005, 2006 http://www.fiab.org [20/diciembre/2006]

World Bank Data: http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD [capturado el 24/ago

C. Trabajos no Publicados

ALBORNOZ. N. (2000): Mercados bursátiles español vs. Latinoamericano, crisis financieras, análisis de correlación entre los índices bursátiles (Madrid, Brasil, México, Buenos Aires y Caracas) período (1980-1999). Trabajo de Grado no públicado. Universidad Católica del Táchira, San Cristóbal.

SOJO, A.(2002): Las casas de bolsa en Venezuela, su funcionamiento y desarrollo, Trabajo de ascenso no publicado. Universidad Católica Andrés Bello, Caracas.

SANCHEZ, I. (2000): Análisis de la accesibilidad de las sociedades mercantiles regionales al mercado de capitales a través de la emisión de papeles comerciales. Caso; Empresa de productos lácteos. Trabajo de Grado no publicado. Universidad Católica del Táchira, San Cristóbal.

SANCHIZ, M. (2003): Estudio de la Bolsa de valores de Caracas y la Bolsa de Valores de New York (NYSE) con el fin de verificar las acciones que se cotizan en ellas y seleccionar una acción para realizar el análisis financiero respectivo. Trabajo de ascenso no publicado. Universidad Católica Andrés Bello, Puerto Ordaz.