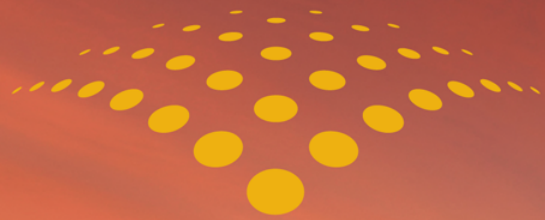


AMIB



LAS REFORMAS Y SU IMPACTO EN EL MERCADO DE VALORES

Riviera Maya, Quintana Roo.



Desarrollo del Mercado de Valores: Aspectos Estructurales, Regulatorios y Fiscales

Guillermo Zamarripa
FUNDEF



Punto de Partida

Planteamiento del Encuentro:

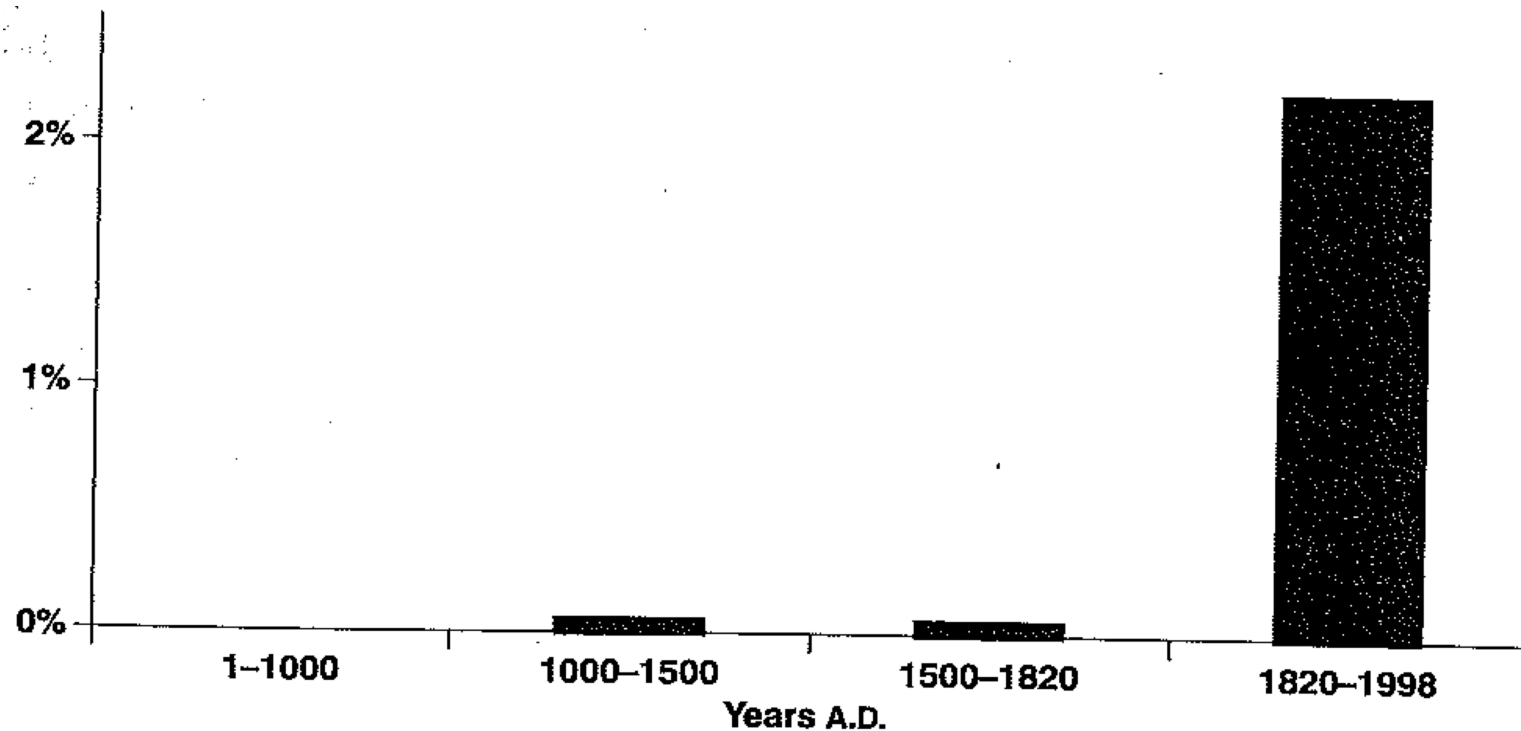
- Análisis Micro de Causa-Efecto.
- Relevante en una coyuntura como la actual.

Planteamiento de mi Conferencia:

- Me voy a salir del contexto Micro y pasaré al Macro.
- Poner en perspectiva la importancia de la Reforma al Mercado de Valores para la Economía.
- Dado el marco anterior definir criterios para evaluar las Reformas particulares.

Fenómeno de Crecimiento Económico (I)

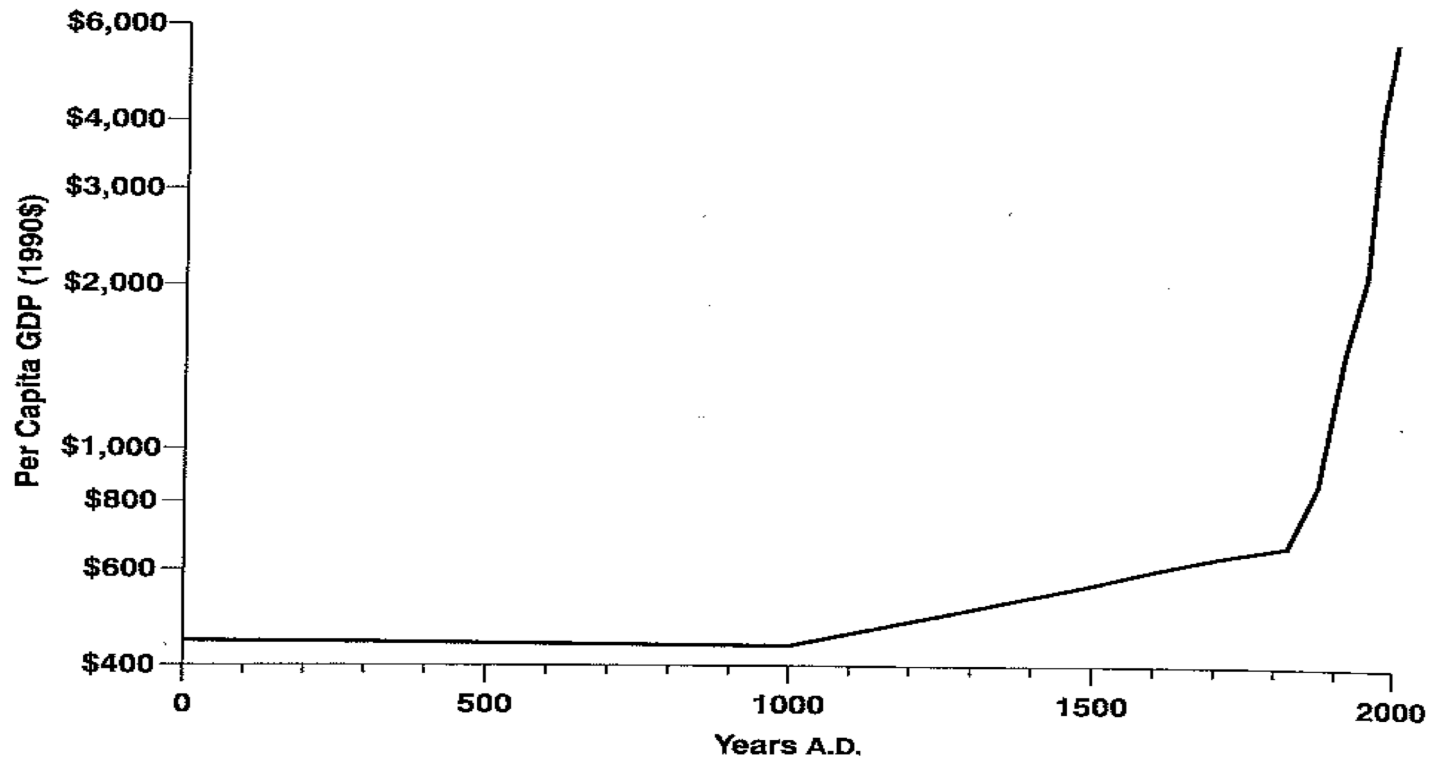
Tasa de Crecimiento Anual Real del PIB per Capita Mundial



Source: Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, 264.

Fenómeno de Crecimiento Económico (II)

PIB per Capita Mundial en Términos Reales



Source: Maddison, *The World Economy: A Millennial Perspective*, 264.

Los Cuatro Motores del Crecimiento

Las gráficas anteriores muestran que el crecimiento económico es un fenómeno moderno.

El autor William Bernstein en su libro “The Birth of Plenty” identifica cuatro condiciones que cuando se dan de manera simultánea explican el aumento en la tasa de crecimiento de la economías durante los últimos dos siglos. Estas condiciones son:

- 1) Derechos de Propiedad bien definidos.
- 2) Método Científico.
- 3) Financiamiento disponible para el desarrollo de nuevas tecnologías.
- 4) Comunicaciones y transportes.

Financiamiento (I)

Esta documentado que el financiamiento vía deuda ha existido desde hace miles de años y surge con la contabilidad (por ej.- Código de Hammurabi).

Los mercados de crédito se desarrollaron en varios momentos de la historia como puede ser en la Italia del Renacimiento y el Mercado de Deuda Holandés del siglo XVI.

Sin embargo, la innovación que ha tenido el mayor impacto en el desarrollo económico es la llamada “Joint Stock Company”.

La innovación anterior se dio en un contexto de instituciones sólidas. El nuevo esquema permitió a los inversionistas tener la capacidad de diversificar riesgos y de limitarlos.

Como ejemplo está la historia Edison – Morgan - Edison General Electric - Thomson and Houston – General Electric.

Financiamiento (II)

Si bien la historia anterior puede ser anecdótica, hay literatura económica que la documenta de manera mas robusta.

Por ejemplo Rajan y Zingales (AER, 1998) concluyen que:

Hay evidencia de una relación entre desarrollo financiero y crecimiento económico.

Para una muestra de países con información a nivel de industrias las clasifican de acuerdo a su dependencia del financiamiento externo.

Concluyen que si bien el financiamiento no modifica las oportunidades de inversión, si permite que se hagan realidad. Esta situación es mas relevante en las industrias que requieren de mayor financiamiento externo.

Nuestra Realidad

Nuestro Mercado de Valores es:

- Pequeño por el número de emisoras.
- Pequeño por el valor de capitalización.

Nuestro Mercado de Crédito* es:

- Razonable en términos de tamaño total.
- Sin embargo, la mayor proporción del financiamiento es para el Gobierno.
- Bajo nivel de Crédito Privado/PIB.

* Incluye el Mercado de Deuda Bursátil.

Principio Relevante

Dado el nivel de desarrollo financiero de México se puede argumentar que un objetivo relevante de Política Pública es lograr el desarrollo del Sector para que aumente el financiamiento a la actividad productiva.

El objetivo equivalente planteado en términos Rajan-Zingales sería eliminar la restricción crediticia a empresas y proyectos rentables.

Lo anterior debería ser una restricción a otras Reformas cuando puedan tener un efecto indirecto adverso en el Sector Financiero.

Suponiendo que este Principio fuera el relevante, se pueden valorar los cambios en tres categorías:

- a) Positivas y de Impacto
- b) Positivas
- c) Posibles consecuencias no Deseadas

Consecuencias No Deseadas (I)

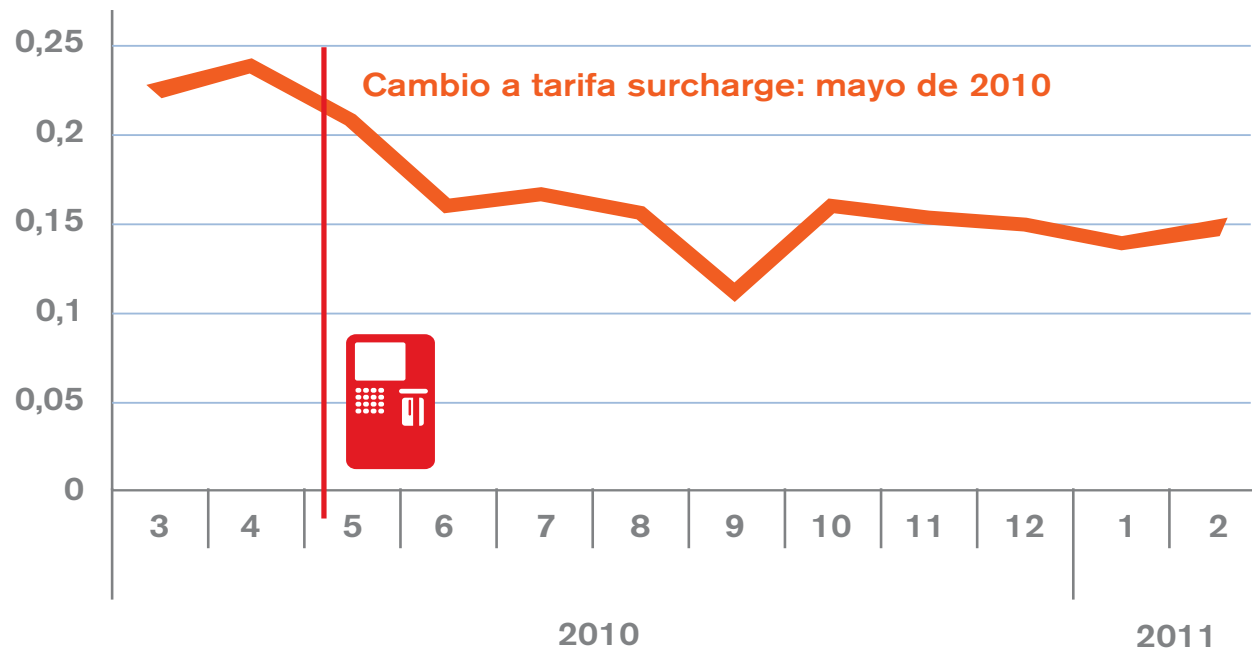
Un ejemplo de la Historia Antigua:

- 1.- Caída de Constantinopla.
- 2.- Nuevo Imperio Otomano.
- 3.- Bloqueo de la ruta comercial con las Indias.
- 4.- Descubrimiento de América.
- 5.- Desarrollo Económico Desigual.

Consecuencias No Deseadas (II)

Una Política Pública aplicada al Sector Financiero:

Transaccionalidad Relativa en el Uso de Cajero Ajeno a Cajero Propio



Fuente: FUNDEF

Consecuencias No Deseadas (III)

Los individuos como agentes económicos reaccionan a cambios en regulaciones como la fiscal.

Slemrod (1996) documenta la afirmación anterior. Analiza el cambio en la composición de los ingresos de la gente mas rica en EU ante los cambios fiscales en los 80's. Algunos ejemplos de cómo los individuos respondieron son los siguientes:

- En 1986 las ganancias de capital “realizadas” fueron 96% mayores que en 1985 dados los cambios fiscales que entraron en vigor en 1987.
- Un aumento significativo en los ingresos reportados por “Vehículos Transparentes Fiscalmente” ya que la reforma redujo mas los impuestos personales que los corporativos.

Por el tipo de modificaciones fiscales, los beneficios se concentraron en los niveles de ingresos superiores generando una peor distribución del ingreso.

Derivados

Una Ley de Derivados es uno de los grandes ausentes de la Reforma Financiera.

Si bien el régimen legal se puede seguir actualizando con regulación secundaria hubiera contribuido a tener un régimen más sólido.

Lo que se está haciendo es POSITIVO.

Esta visión también la puedo extender a otros aspectos operativos.

Impulso a Colocación de Empresas en Bolsa

Si bien la Reforma Financiera incluye algunos aspectos positivos como la extensión del plazo a la SAPIB para migrar a SAP, estas modificaciones no son la solución para inducir un aumento en el número de emisoras en la BMV.

Hoy no identifico acciones relevantes adicionales a la Reforma que vayan en esta dirección.

Los programas de Gobierno para inducir este proceso se deben modificar y ser menos “Adversos al Riesgo”.

Lo que se logre en esta materia será POSITIVO y de IMPACTO.

Reforma Fiscal (I)

Se ha creado en el entorno la percepción de que una de las líneas conceptuales para la Reforma Fiscal es gravar mas a los ricos.

Un primer problema es que la política pública estará sujeta a la definición de rico:

Empresario Relevante vs. Asalariado Relevante

Una mala definición en ese ámbito llevará a una consecuencia no deseada de redistribución negativa del ingreso.

Desafortunadamente como la actividad bursátil se puede entender como preponderante de este segmento de la población, el cambio del régimen actual puede interpretarse como alineado con el objetivo.

Sin embargo, hay una serie de cuestionamientos en términos de equidad, eficiencia recaudatoria y consecuencia para el desarrollo del sector que se deben considerar.

Reforma Fiscal (II)

Transacciones Financieras:

Este es un impuesto al flujo de dinero en la economía y no a los ricos.

Si bien este impuesto puede tener una buena eficiencia recaudatoria no sería equitativo.

Puede fomentar en algunos sectores un mayor uso del efectivo e inclusive una mayor informalidad.

Puede llevar a una operación no eficiente de la economía.

Reforma Fiscal (III)

Ahorro:

Actualmente el régimen transitorio genera incertidumbre a los participantes de mercado.

Es un régimen aparentemente simple que lleva implícita una mayor carga fiscal a los contribuyentes de menores ingresos.

Es deseable un régimen simple, equitativo y que incentive el ahorro interno fuera de las AFORES. Lo anterior permitirá ampliar la oferta de fondos disponibles para la inversión en la economía.

Reforma Fiscal (IV)

Ganancias de Capital

Actualmente hay un régimen dual que grava a los accionistas de control y el exento a los minoritarios personas físicas. El segmento relevante para el desarrollo de mercado es el régimen de los minoritarios personas físicas.

Si bien existe la exención hay una contraparte que es la no deducción de pérdidas. Un ejercicio de potencial recaudatorio muestra un bajo nivel.

Pagar este impuesto implica tener rendimientos reales consistentes en las inversiones en acciones en el tiempo.

Habrà un aumento en la complejidad, pero el daño mas grande será en la percepción de los inversionistas.

Un mal régimen puede cobrar mas a los pequeños, siendo regresivo y reforzando la mala percepción.

Reforma Fiscal (V)

Reforma Fiscal vs. Reforma Financiera

El contexto de la Reforma Fiscal:

- + Presupuesto equilibrado (o déficit acotado).
- + No necesito aumentar impuestos tipo Francia.
- + Hay dos grandes modificaciones adecuadas.
- + Gasto marginal con efecto limitado.
- + Lo financiero no aporta un monto relevante.

El contexto de la Reforma Financiera:

- * Necesidad de Profundización.
- * Desarrollo de Empresas y Empresarios.
- * Desarrollo del Mercado.
- * Ayuda pero no soluciona.

Reforma Financiera

Tiene muchos elementos que se revisan del Marco Legal del Mercado de Valores.

Se puede afirmar que la mayoría de los cambios buscan:

- Modernizar la Legislación
- Completar el Marco Legal.
- Promover algunos aspectos del Mercado.
- En algunos aspectos intervencionista.

Pero no hay algo realmente innovador que vaya a detonar el crecimiento significativo del Mercado.

Por lo anterior a esta Reforma se le puede considerar como POSITIVA.

Otros Reformas

En esta categoría incluyo a las Reformas de Telecomunicaciones, Competencia, Energética y el programa de Infraestructura.

Si bien estas Reformas no son al Sector Financiero si pueden tener un efecto positivo ya que pueden derivar en:

- Mayor inversión que necesite de financiamiento.
- Nuevas empresas en mercados.

Por lo que si se materializan de la manera adecuada serán POSITIVAS y con IMPACTO.

Conclusiones

En general las Reformas del Sector apuntan a un desarrollo de “Evolución” del Mercado de Valores.

Hoy el elemento de riesgo mas importante que se identifica es en la parte fiscal. Privilegiar la postura recaudatoria es contraria a la política pública de crecer el tamaño del Sistema. Esto tendrá una consecuencia no deseada relevante.

Los elementos positivos de mayor impacto pueden venir por Reformas en otros Sectores.

Dentro de lo no convencional para desarrollar el Mercado de Capitales el Gobierno debe hacer su parte.



Grupo BMV



Valmer



InterGlobal



Sif Icap



MexDer

Grupo BMV



NYSE TECHNOLOGIES



Enlace



MEI



PIP



Bloomberg



TEMENOS
The Banking Software Company



KPMG
cutting through complexity



CHEVEZ RUIZ ZAMARRIPA



BANORTE



IXE



THOMSON REUTERS



Deloitte



Remate Lince S.A. de C.V.



Sistemas VAR S.A. de C.V.



CME Group



TELMEX
está contigo



Juvenio Ramírez
Derivatives Consulting



FRANKLIN TEMPLETON
INVESTMENTS



COVAF



infosel



EY
Construyendo un mejor
entorno de negocios



SWIFT



pwc