UNIVERSIDAD DE PANAMA
FACULTAD DE ADMINISTRACION PUBLICA Y COMERCIO

Perspectivas para el Establecimiento de Una Bolsa de Valores en Panamá.

POR

GLORIA ISCELA MENDEZ ISAACS

1976

Gota el amigo de siempre
causante de mis inquietudes
emocionales dirigidas a una
mayor concentración de mis
actividades internas, con
mucho cariño dedico mi
muy "interesante" niño
minado

JH

CEASPA
DOCU[illegible]TACION
OBTENIDO POR: Rest. J.M.
No. 2563

FUNDACION
BIBLIOTECA
NACIONAL

Bib 80761
Bolsa de valores de Panamá
Mercado de valores
Leyes de la bolsa

SPAN
332
M56
e
19

AGRADECIMIENTO

A la Profesora Enelda de González, inmejorable asesora de tesis, quien mediante su "rigurosidad" me motivó y ayudó a mejorar el contenido del presente trabajo.

Al señor Javier Romero, con cuya cooperación y amistad pudimos contar en todo momento.

Para todos aquellos que supieron escuchar, hasta incluso mis interrogantes miradas, gracias por su amable cooperación.

Y, para mamá Zory, para quien las palabras no bastan hoy ni nunca, para expresarle mi mas profundo agradecimiento.

INDICE

PERSPECTIVAS PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UNA BOLSA DE VALORES EN PANAMA

Pág. No.

INTRODUCCION:..... i

CAPITULO I: BOLSA DE VALORES..... 1

1.1. Antecedentes..... 1

1.1.1. Epoca Antigua..... 2

1.1.2. Epoca Moderna..... 4

1.2. Características más Relevantes... 21

1.3. Sus Diversos Aspectos..... 30

1.3.1. Como Mercado Financiero y Aspecto Económico..... 30

1.3.2. Aspecto Fiscal..... 36

1.4. La Especulación en la Bolsa..... 37

1.5. Formas de Canalización y Orientación de las Inversiones Bursátiles según las diversas clases o fuentes de Ahorro..... 46

1.6. Las Bolsas de América Latina, Situación General..... 53

CAPITULO II: CONDICIONES DE LA ECONOMIA PANAMEÑA PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UNA BOLSA DE VALORES..... 69

2.1. Condiciones Generales..... 69

2.1.1. Estructura Financiera..... 82

a) Auge del Sistema Bancario. 84

Pág. No.

b) Participación del Sistema Bancario en el Mercado de Valores Actual..... 89

2.1.2. Estructura Productiva y Empresarial del País..... 98

2.1.3. Canalización de los Ahorros..... 112

2.1.4. Comisión Nacional de Valores como entidad reguladora de la futura actividad bursátil..... 121

2.2. Condiciones Específicas..... 131

2.2.1. Establecimiento de Instituciones que proporcionan financiamiento a largo plazo..... 131

2.2.2. Rol del Gobierno y Legislación Fiscal..... 140

2.2.3. Papel que desempeñaría una Bolsa de Valores en la Economía Panameña..... 148

2.2.4. Perspectivas para el establecimiento de una Bolsa de Valores en Panamá..... 158

CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES..... 163

BIBLIOGRAFIA..... 167

Anexos:

INDICE DE CUADROS

		Pág. No.
Cuadro No. 1	Inversión Bruta Total Desglosada en Sectores, Años: 1967 a 1974.....	70
Cuadro No. 2	Cuentas de Mercancías, Servicios y Transferencias de la Balanza de Pagos, Años: 1973-1974.....	78
Cuadro No. 3	Algunos Activos y Pasivos del Sistema Bancario y su tasa de Crecimiento Anual, Años: 1966-1975.....	86
Cuadro No. 4	Indicadores Económicos de la Industria Manufacturera. Panamá, Enero-Septiembre: 1974-1975.....	105
Cuadro No. 5	Ahorro Interno Captado por el Sistema Bancario, Años: 1968-Junio de 1975.....	113a
Cuadro No. 6	Colocaciones Internas del Sistema Bancario Captados de Agentes Económicos no Financieros que ayudan a financiar los Préstamos de los mismos, Años: 1968-Junio 1975.....	118
Cuadro No. 7	Relación Presentada por la Cartera Crediticia del Sistema Bancario/Colocaciones Internas Estimadas.....	120
Cuadro No. 8	Número de Empresas, Ofertas y Ventas Públicas por años y su crecimiento (Debidamente registrados en la Comisión Nacional de Valores) Años: 1971 a Junio 1975.....	130a

INDICE DE CUADROS

INTRODUCCION

La teoría económica señala la importancia del capital en el proceso de desarrollo y el trabajo clave de los mercados de capitales eficientes para movilizar este capital y dirigirlo hacia los proyectos mas productivos para el desarrollo de los países.

Como Panamá ha experimentado en los últimos años un acelerado auge en cuanto al establecimiento de instituciones bancarias que han conformado un sistema financiero algo desproporcionado -en relación a las necesidades internas- permaneciendo la incipiencia del mercado de capitales panameño, y afectándose por otro lado en gran medida nuestra estructura económica, a la cual se le ha inyectado de una mayor vulnerabilidad en lo referente a las características propias de nuestro crecimiento periférico, y en la agudización de nuestra dependencia externa. Ha germinado en nosotros la interrogante del papel que podría desempeñar una Bolsa de Valores dentro del sistema económico panameño, que permita conjugar al Centro Bancario Internacional que opera hoy en día en Panamá, en un verdadero Centro Financiero Internacional; y si, dadas las condiciones actuales de nuestra economía, ésta podría complementar nuestro mercado de capitales y ayudar a un mayor desarrollo de los sectores productivos, buscando lograr

así, atenuar los efectos que han incrementado nuestra dependencia con el exterior, distorsionando nuestro desarrollo económico.

Para tratar de responder nuestras interrogantes, intentamos en el primer capítulo analizar teóricamente primero, las características que presentan las Bolsas de Valores y las funciones que éstas han desempeñado en las distintas etapas del sistema capitalista mundial considerando posteriormente la situación general que presentan éstas instituciones bursátiles en los países latinoamericanos, para determinar si en verdad han desempeñado eficazmente las funciones que se les atribuyen y que teóricamente e incluso empíricamente se llevan a cabo en los países industrializados.

En el segundo capítulo partimos del análisis de condiciones generales que se dan en la economía panameña y que inciden directamente sobre las perspectivas que se podrían puntualizar para el establecimiento de la Bolsa de Valores en nuestro sistema financiero, pasando después a determinar las condiciones específicas que se requieren para su constitución.

Todo este estudio nos conduce a una serie de conclusiones que se derivan básicamente de las necesidades de financiamiento que imperan internamente dado el

nivel de industrialización a que ha llegado el país, y que nos llevan a recomendar el desarrollo de instituciones nacionales que proporcionen financiamiento a largo plazo, y que a la larga fomentarán la utilización de valores mobiliarios, configurando las bases y sentando los precedentes para la posible evolución del Mercado de Valores panameño.

CAPITULO I

BOLSA DE VALORES

1.1 ANTECEDENTES

Desde tiempos inmemoriables, las personas relacionadas con asuntos comerciales, acostumbraron reunirse en lugares determinados para llevar a cabo transacciones y comentar todo tipo de asuntos que fueran de su interés. Inicialmente, ésto se dió lugar en ciudades ubicadas en las encrucijadas de las grandes rutas comerciales que ofrecían la garantía de un poder político que hiciese cumplir las leyes y cualquier tipo de contratos.

Aunque estos lugares de la antiguedad se podrían considerar como las primeras organizaciones auxiliares del comercio de este tipo, no pueden realmente ser identificadas con lo que hoy se entiende por Bolsa de Valores. Sin embargo, se han de considerar estos antecedentes históricos, ya que es necesario que aparezcan antes, y se extiendan los valores mobiliarios, para que surja la Bolsa de Valores moderna. Los valores mobiliarios son considerados por Rodríguez Sastre en la revista Operaciones de Bolsa en la siguiente forma: "...los valores mobiliarios no son en realidad mas que la movilización del derecho de propiedad, ya sea sobre bienes muebles, o bienes inmuebles. Parte de los valores mobiliarios son las acciones, bonos y las

letras de cambio...". (1)

Así, podemos considerar la aparición de éstas instituciones en dos épocas: antigua y moderna.

1.1.1. Epoca Antigua:

De acuerdo a los mas remotos antecedentes presentados por la mayoría de los historiadores, las reuniones comerciales en Roma hacia el siglo V antes de Cristo eran realizadas en un edificio cuyas ruinas todavía se conservan y el cual es conocido como "loggia"; tambien podemos citar las reuniones realizadas en los pórticos del Pirineo, donde regularmente los comerciantes de Atenas celebraron transacciones con los de otros pueblos.

Estas clases de establecimientos fueron evolucionando durante la Edad Media, especialmente en los puertos comerciales, a medida que el comercio iba incrementándose y logrando un mayor desarrollo.

Las llamadas "loggias" facilitaron el almacenamiento de mercancías y la realización de toda clase de operaciones mercantiles que en ella misma se podían dar. Así tenemos que en Brujas (España), puerto donde coin-

---

(1) SASTRE., Rodríguez. Operaciones de Bolsa. Editada por la Revista de Derecho Privado, Madrid, 1954, pg. 99.

cidían naves procedentes del norte y sur de Europa llegaron a establecerse 17 de estos almacenes. Y es aquí donde parece haber nacido el término Bolsa, para designar estos centros de contratación, ya que en éste lugar existió la familia Terburse, la cual poseía en su escudo tres bolsas y gozaba de un gran prestigio dentro de la "loggia"de esa ciudad (Brujas). (1) Ahora, debemos tener presente que los cambistas y banqueros, comerciaban con metales preciosos -amonedados- en las ciudades mercantiles del Norte de la península italiana y la "bolsa" o "bolsillo", puede haber originado la denominación de Bolsa, en el sentido que se le ha dado actualmente.

Hasta antes del siglo XVI, los valores mobiliarios son practicamente desconocidos; los intereses cobrados por los prestamistas eran considerados injustos por lo que el préstamo estaba condenado por la ley Judaica. El importe prestado no generaba ningún beneficio económico al que lo recibía, aparte de ser para el consumo. Poco a poco, se va justificando la legitimidad del interés y la asociación de capitales individuales en la

---

(1) AMATRIAIN., Jesús Fernández. La Bolsa: Su técnica y organización. Ediciones Deusto, Bilbao-España, 1969, p. 115.

formación de empresas.

En el lapso comprendido entre el siglo XVI al XIX se experimentó una transformación de la actividad económica en todos los órdenes, al producirse el descubrimiento de América, originándose grandes acumulaciones de oro y un auge comercial permanente (y no de feria) en Europa contribuyendo ésto al surgimiento de una pequeña burguesía qué va generando un medio ambiente favorable para que aparezcan las grandes sociedades anónimas tal y como las conocemos hoy día, la consolidación del crédito público y el tráfico de los valores mobiliarios, para en ésta forma satisfacer las necesidades de acumulación inherentes al sistema capitalista de entonces.

1.1.2. Epoca Moderna:

La organización de mercados de capitales capaces de canalizar mayores ahorros hacia inversiones productivas, es un factor importante para acelerar el desarrollo económico de los países, y es en función de esta premisa que surge el mercado de valores, como una parte del mercado de capitales, constituído básicamente en dos niveles con particularidades y actividades operativas diferentes y claramente delimitadas. En un principio, surge el "mercado de emisión", o mercado

"primario", al que le corresponde la negociación de valores recién emitidos y cuya totalidad de transacciones representa el conjunto de los recursos financieros netos que han sido canalizados hacia los diversos sectores de la economía mediante la emisión de valores.(1)

La permutación de valores que ya están en circulación constituye el mercado secundario, el cual provee de liquidez a los activos financieros ya existentes que se negocian en el mercado de emisión. La eficiencia de éste mercado secundario generará las facilidades para la colocación futura y la aceptación de los valores recién emitidos por los inversionistas individuales e institucionales.

A finales del siglo XIX y durante el transcurso del XX, surgen condiciones favorables para la expansión de los valores mobiliarios y las primeras sociedades de importancia, apareciendo el verdadero concepto de Bolsa; poco a poco se van dejando de negociar (en la bolsa) mercancías y se procede en forma mas creciente a la tramitación de valores mobiliarios y paulatinamente, llega a funcionar primordialmente como mediador del crédito de los capitalistas industriales, mediante

---

(1) BASCH., Antonín y KYBAL., Milic. Recursos Nacionales de Inversión en América Latina, CEMLA, México, D.F., 1971, pg. 91.

la utilización de letras de cambio, las cuales constituyen títulos de crédito que representan el monto de efectivo por el que se han emitido. En éstos momentos, nos dice Rudolf Hilferding, "...en el mercado de letras, la Bolsa compite con los Bancos y se constituye en el mercado para la circulación monetaria de los grandes capitalistas entre sí...".(1)

Sin embargo, ésta actividad bursátil se ve frenada por la expansión bancaria, la cual permite la generación de otras formas de financiamiento, diversa a las letras de cambio, así como que, debido al flujo creciente de fondos adquiridos por los bancos éstos puedan realizar inversiones en letras en grandes proporciones sin tener que recurrir a la mediación de la Bolsa. De allí que muchos consideren, como veremos mas adelante, que los bancos adquieren una gran capacidad para afectar el desarrollo de las cotizaciones, al participar en la compra-venta de valores en montos pertinentes a sus intereses.

Por otro lado, los bancos comerciales en función de la demanda de los empresarios, suministran crédito a corto plazo, difundiendo en el circuito económico

---

(1) HILFERDING., Rudolf. El Capital Financiero. Ediciones Revolucionarias, México, D.F., 1973, pg. 142 y 143.

dinero en forma de billetes de banco y/o en papel moneda. Al respecto, Samir Amín manifiesta que "...estos créditos solo sirven para financiar el funcionamiento corriente de la economía, es decir, para distribuír en el tiempo las entradas y salidas de los fondos de los empresarios...". (1)

Pero, a medida que el capitalismo avanza, el proceso de industrialización exige de una mayor concentración de capitales (*); se da entonces una creciente interdependencia entre la Banca y la industria, en la medida en que la primera trata de concentrar la mayor parte del capital monetario en un pequeño número de bancos para suministrarlo a los capitalistas productores en el momento en que tengan una necesidad acuciante de fondos.

Vemos entonces, que la concentración de la Banca se da como una consecuencia de la expansión de la in-

---

(*) Debemos tener en cuenta que "la ley de la concentración del capital es una ley que se deriva del modo de producción capitalista; en ningún modo una ley universal fundada en la simple existencia de la propiedad privada...". MANDEL., Ernest. Tratado de Economía Marxista. Tomo I, Ediciones Era, México, D.F., 1975, pg. 269.

(1) AMIN., Samir. Acumulación a Escala Mundial: Críti- de la Teoría del Subdesarrollo. Siglo XXI Editores S.A., México, D.F., 1975, pg. 417.

dustria capitalista. Esta concentración bancaria estimula en gran medida el logro del grado superior de la concentración capitalista en los carteles*y los trusts.(1)

La fusión del capital bancario con el industrial, ocasiona la formación del capital financiero, base sobre la cual se crea el poder de la oligarquía financiera y el aumento de la dimensión media de las grandes empresas, dependiendo en proporciones cada vez mayores la gran industria de créditos bancarios. El capital utilizado en la industria es capital financiero, capital a disposición de los bancos y utilizado por industriales.

La creciente concentración bancaria, conlleva a que privilegien los bancos sobre la actividad bursátil, mas aún en el lapso en que el público participa muy medianamente en la especulación. El Frankfurter Zeitung del 21 de junio de 1907 decía ".... Tal como se han desarrollado las relaciones bursátiles, actualmente, en vez de

---

(*) Carteles son sindicatos de compra o venta, las empresas que participan en ellos conservan su independencia, pero están ligadas por contratos mutuos a plazos mas o menos largos; forman sociedades comunes para vender o comprar. Trusts son empresas que se fusionan, constituyen la forma mas sólida y definitiva de concentración capitalista, en la cual desaparece toda independencia jurídica y financiera de las sociedades constitutivas. MANDEL., Ernest. Op. Cit. Tomo II, pg. 20.

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., pg. 251.

una tendencia de la Bolsa, hay que hablar mas bien de una tendencia de los grandes Bancos, porque éstos han hecho de la Bolsa cada vez más un instrumento subordinado y dirigen sus movimientos a su antojo...". (1)

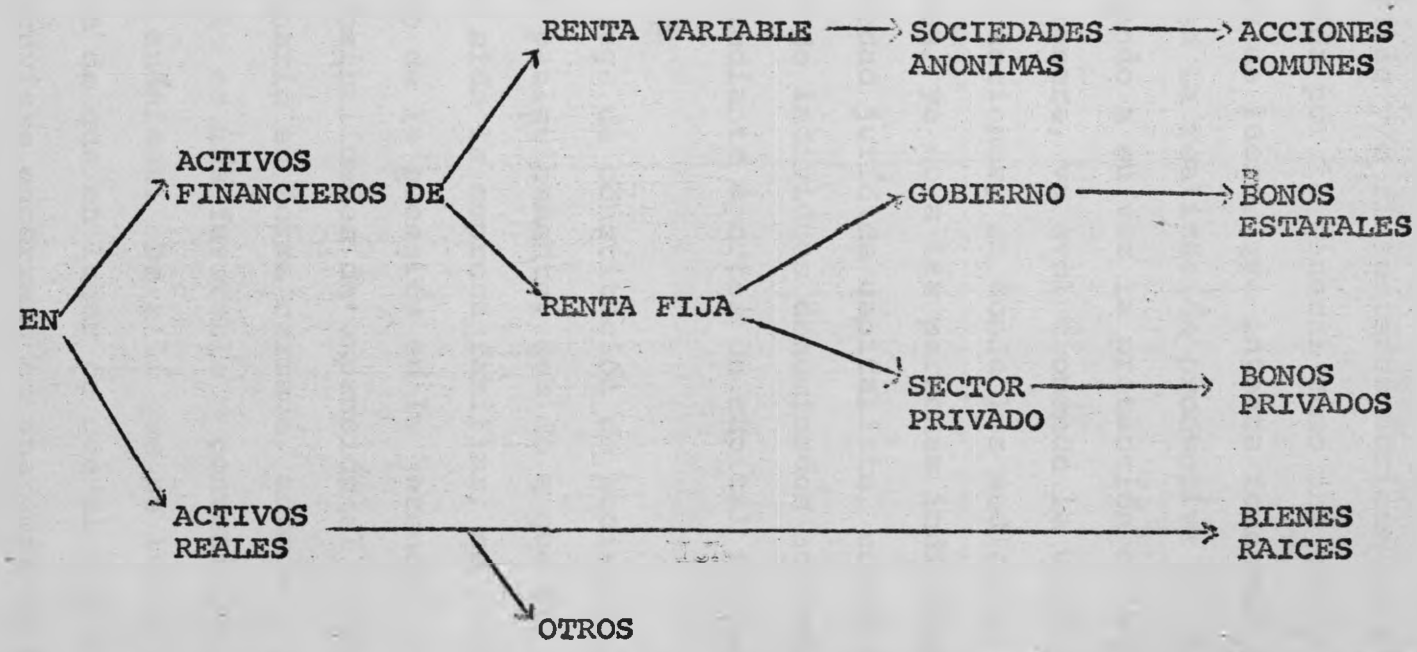
Mientras tanto, el crecimiento del sector industrial ha seguido un ritmo, que ya no se puede financiar con el ahorro acumulado, o bien con mecanismos a corto plazo, requiriéndose entonces un financiamiento más prolongado, que permita a la vez la utilización en activos financieros del superávit (presupuestos corrientes de ciertas unidades económicas: familias, empresas ...) que no es utilizable directamente para la adquisición de activos reales o su aplicación en nuevas actividades y estan permaneciendo ociosos, bien porque sus ahorros son demasiado pequeños y no están en condiciones de arriesgarse en una inversión, ó debido a las características de indivisibilidad de los activos reales, la escala de operaciones de las nuevas actividades y los plazos de maduración de la inversión.

Las alternativas de activos financieros más comunmente ofrecidos, fueron entonces como las que presentamos a continuación:

---

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., pg. 162.

ALTERNATIVAS DE INVERSION



Se va definiendo la Bolsa, como un mercado de activos reales y/o financieros nacionales o extranjeros, constituída por lo general como una sociedad privada sin fines de lucro, que intenta fomentar el interés del público en la realización productiva de sus ahorros, garantizando a su vez la protección de sus accionistas. De esta manera, va evolucionando la utilización del capital en acciones, en donde los medios de producción pertenecen, ya no a las personas individuales sino a una sociedad jurídica capitalista, constituída por un conjunto de individuos denominados accionistas o socios quienes mediante aportes de capital forman el capital social.

El auge de constitución de sociedades anónimas se va dando paulatinamente, debido a que por muy próspera que haya sido la empresa familiar, se les presentó el conflicto de la sucesión en la gerencia y la limitación de las posibilidades de expansión al conservar su paquete accionario en forma cerrada, además el tratamiento tributario es más favorable y conveniente para las sociedades anónimas. De allí que se les presente la alternativa de que en lugar de que el capital de cada familia estuviese encerrado en una empresa específica, se diversificase en muchas firmas y en otros activos

financieros.(1)

Muchos consideran entonces, que la Bolsa es el vehículo a través del cual se manifiesta la "democratización" de las empresas, pero en verdad es el instrumento que brinda el estímulo para el desarrollo de sociedades anónimas y la inversión de capital en empresas productivas, además, el título comprado no garantiza un poder sobre los activos de la empresa sino solamente una participación determinada en los rendimientos generados en un período determinado.

Según Rudolf Hilferding, la verdadera actividad bursátil se da en el mercado de los títulos con interés o sea el capital en acciones, y es en este momento donde se invierte el capital en su forma monetaria para luego ser transformado en capital productor.(2)

La compra de acciones y obligaciones de empresas pasa a ser la concesión de crédito para inversión más corrientemente utilizada; a cambio del título de la acción se le entrega a los grandes industriales y banqueros la libre disposición de los ahorros y de ésta forma se domina un volumen de capital que rebasa la

---

(1) HYMER., Stephen. Empresas Multinacionales: La Internacionalización del Capital. Ediciones Periferia S.R.L., Buenos Aires, 1972, pg. 157.
(2) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., pg. 144.

la propiedad de los capitalistas, constituyéndose así la aparición de la sociedad por acciones en una etapa importante en el proceso de concentración de capitales (ley derivada del modo de producción capitalista). Por otro lado, como dijimos anteriormente, al accionista con la compra de acciones no se le da una participación en la propiedad de los medios de producción, sino que solamente tiene derecho a una determinada parte de las ganancias distribuídas, debido a que él es un capitalista monetario que solo requiere de una pequeña cantidad de capital por la que percibirá un interés, siendo esto suficiente para que él suministre su capital monetario. Hilferding nos aclara entonces que "... en la Bolsa aparece la propiedad capitalista en su forma pura como título de renta en el que se ha transformado la relación de explotación, la apropiación de plusvalía, de una manera inaprehensible. La propiedad deja de expresar cualquier relación de producción determinada y se convierte en un título de rendimiento que aparece plenamente independiente de cualquier actividad. La propiedad se ha separado de toda relación con la producción...". (1)

---

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., pg. 162 y 163.

A través de los mecanismos de las Bolsas de Valores, se brinda a los ahorros que se mantienen en forma de activos financieros, el más alto grado de liquidéz traducida en la confianza de los accionistas de vender sus acciones a un precio razonable en el momento deseado. Además las mismas compañías necesitan de estos mecanismos porque la liquidéz de las acciones les hace más fácil movilizar capital a través de ventas de nuevas acciones o de las utilidades retenidas, lo que a su vez les permite un mayor endeudamiento y un crecimiento mas rápido. Permite la movilidad cada vez mas rápida del capital circulante frente a la inmovilización de una creciente fracción del capital en gigantescas instalaciones fijas, permite también una reducción considerable del tiempo de rotación de los capitales al generar las condiciones para la realización de un volumen de inversiones productivas, el desarrollo sin precedente de las fuerzas productivas y la aplicación de los adelantos gigantescos de la técnica para el logro del incremento de la producción y del consumo. (1)

El desarrollo alcanzado por el poder del capital

---

(1) BARAN., Paul A.. La Economía Política del Crecimiento. Editorial de Ciencias Económicas, Instituto Cubano del Libro, La Habana, 1971, pg. 68 y siguientes.

financiero, dada la concentración de los capitales permite el desarrollo monopolista, y la formación de corporaciones multinacionales, aunadas simbióticamente al mercado internacional de capitales, formas dominantes de la organización económica del capitalismo actual, que tienden a dominar sectores enteros de la industria, así como el control sobre bancos que a la vez ocupan importantes posiciones en la economía nacional. Es entonces cuando "...al ahorro, por el intermedio del mercado financiero, le repugnan las inversiones a largo plazo, las empresas lo han sustituído por su propio ahorro, es decir, por el autofinanciamiento...". (1)

Así, A. Piettre observa que en el lapso de 1962-1964 el autofinanciamiento promedio de las empresas privadas fue en Estados Unidos del 99.3%; en Gran Bretaña de 109%; en Alemania Federal, 79%; y en Francia, 61.8%. La emisión de acciones como fuente de financiamiento de las sociedades y empresas, va peridiendo importancia al surgir el ahorro empresarial, que ha ido superando al ahorro privado individual. Al respecto, J. K. Galbraith nos informa que desde el comienzo de

---

(1) JALEE., Pierre. El Imperialismo en 1970. Editores Siglo XXI S.A., México, D.F., 1971, p. 154.

los años de la década del 50, el ahorro casero aumentó en un 50%, y el ahorro empresarial casi se triplicó.(1)

Los ahorros individuales fueron canalizados a través de las "sociedades de inversión de capital variable" en las que la persona que ahorra transfiere a la sociedad de inversión la capacidad de elegir la ubicación de los recursos, y a la vez renuncia a todo control sobre las sociedades de las cuales es un socio doblemente anónimo. (2) Se impulsa en esta medida, la mayor participación de los inversionistas institucioles los cuales juegan cada día un papel preponderante en el mercado financiero.

Por otro lado, las formaciones industriales, motivan el incremento de la composición orgánica del capital, y a su vez la tendencia a la caída de la tasa media de ganancia en sus respectivos países, generando en ésta forma la inversión de los excedentes de capitales en países periféricos, donde la composición orgánica del capital promedio es mas baja y sobre todo, donde la tasa de plusvalía es mucho mas elevada. Estos mecanismos se aprecian más fácilmente si tomamos

---

(1) GALBRAITH., J. K.. Le Nouvel état Industiel. Gallimard, 1968, p. 48. JALEE., Pierre, Ibid.

(2) PIETTRE., André. "Revista Política y Parlamentaria" diciembre de 1967; Problemas Económicos, Núm. 1060, 25 de abril de 1968. JALEE., Pierre, Ibid., p. 156.

en cuenta que la tasa de ganancia está formada por la tasa de plusvalía con respecto al capital total invertido, y si asociamos las ventajas en cuanto a los costos relativamente bajos de los salarios que proporcionan los países periféricos, ya que el capital variable es lo que valoriza el capital, de ésta manera la tasa de ganancia media a nivel mundial necesita y encuentra un mecanismo que la hace ir mas allá de las fronteras de los países centrales. "...ésta necesidad de exportar capitales, es debido al hecho de que en algunos países el capitalismo ha madurado excesivamente y (dado el desarrollo insuficiente de ciertos sectores) no dispone de un terreno para la colocación lucrativa del capital". (1)

Haciendo alusión a la competencia del sistema capitalista, sobre la que privilegia la corriente monopólica, el Profesor Hansen nos dice:

> "....Bajo una vigorosa competencia de precios, las nuevas técnicas para reducir los costos eran introducidas forzosamente, aún cuando el desmantelar una maquinaria obsoleta, pero no depreciada implicase una pérdida de capital. Pero, bajo el principio de obsolecencia mono-

---

(1) LENIN., V. I.. El Imperialismo, Fase Superior del Capitalismo. Ediciones en Lenguas Extranjeras, Pekin, 1972, p. 77.

> polista, las nuevas máquinas no serán introducidas hatas que el valor no depreciado de la antigua máquina sea cubierto cuando menos por las economías de las nuevas técnicas. Por lo tanto, el progreso se hace más lento y desaparecen las oportunidades de nueva formación de capital que existían en una sociedad mas despiadadamente competitiva...". (1)

Hansen nos sugiere la idea de que, pese a que predominan tasas de ganancias altas y desiguales al interno de los países de centro -lo cual permite una gran disponibilidad de capital para la inversión- el volumen de la inversión total tiende a disminuir. Presentándose así con gran evidencia, una contradicción fundamental del capitalismo monopolista, consistente en que en la medida en que evoluciona el capital financiero, se alcanza un alto grado de desarrollo de las fuerzas productivas motivada por la competencia entre los capitalistas, pero también tenemos que el desarrollo de las fuerzas productivas se encuentra bloqueado bajo el principio monopolista de la "obsolecencia", con lo cual las empresas están imposibilitadas a invertir dentro de ellas mismas, y aún en otras ramas y sectores de la economía.

---

(1) HANSEN., Alvin H.. Economic Progress and Declining Population Growth. Readings in Business Cycle Theory, Toronto, 1944, pg. 381. BARAN., Paul A. . Op. Cit., pg. 99.

De allí que la exportación de capitales en forma de inversión directa y de cartera (compras o subscripción de acciones o de obligaciones) adquiera una importancia particular al tratar de lograr el acrecentamiento de los beneficios en los países subdesarrollados.(*) Tengamos en cuenta que, el mismo hecho de ser economías capitalistas, cuyo objetivo es la obtención de cuotas altas de ganancia, toda exportación de capital significa una agilización de la exportación de mercancías. Por lo general, se trata de invertir en actividades de elevada rotación de capital que garanticen un buen nivel de liquidez para el futuro en el menor tiempo posible, de esta forma, se propulsan esencialmente en los países subdesarrollados, la producción para el mercado mundial así como la creación de la infraestructura necesaria para ésta producción, fomentándose así favorables condiciones para el sector industrial del país exportador de capital; todas estas actividades se mantendrán en determinados países periféricos hasta el momento en que se modifiquen o alteren las condiciones económicas o políticamente en formas adversas a los intereses de centro, motivando la emigración de capitales hacia otros merca-

---

* Véase en el Anexo A, Cuadro # 1 y cuadro # 2.

dos.

Hemos podido observar, que las empresas capitalistas en la busqueda de mayores tasas de ganancias constituyeron las diversas formas de concentración industrial, mediante las cuales se fueron suprimiendo los riesgos de la competencia a través de los precios, brindándose así una mayor seguridad y estabilidad al rendimiento de las empresas, lo cual indirectamente motivó aumentos en las cotizaciones de las acciones de las mismas, y generó la actual actividad bursátil específica de la Bolsa que es la especulación. Pero aún así, hemos podido detectar un cierto "rezago" latente constantemente en la evolución y grado de desarrollo alcanzado por la Bolsa con respecto a la Banca, ya que al crecimiento y desarrollo de los Bancos va unido una disminución en la importancia del papel que desempeñan las Bolsas dentro del sistema. (1)

Las exportaciones de capitales hacia países periféricos, surgida de la lucha por la conquista de mercados para realizar el excedente y lograr una mayor acumulación, dada la necesidad de desarrollo del capital financiero industrial, propicia la función específica cumpli-

---

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., p. 151.

da por la Bolsa, en cuanto a la movilización internacional del capital, mediante la cual se propicia la intermediación de requerimientos financieros a largo plazo, solicitados por países en desarrollo, que serán suministrados por los países capitalistas altamente industrializados. Esto conduce a una ampliación de la demanda y oferta de capital internacional en valores y acciones. De allí que permanezcan Bolsas exteriores altamente sofisticadas y en gran actividad, ya que en ellas privilegian las transacciones bursátiles extranjeras, lo cual les permite evitar la decadencia e improductividad a la cual han llegado muchas Bolsas nacionales, al ser opacadas internamente por el alto desarrollo logrado por los bancos.

1.2 CARACTERISTICAS MAS RELEVANTES:

La Bolsa de Valores "Es la expresión mas evolucionada del Mercado de Valores"(1), es el mecanismo mediante el cual se da un contacto entre el ahorrante y el inversionista, tratando de brindar a éste último los recursos financieros para llevar a cabo su inversión. Es la manera mas efectiva para que el ahorrante financiero

---

(1) MARQUEZ., Javier. Promoción Fiscal de los Mercados de Valores en América Latina, CEMLA, México, D. F. 1967.

pueda rápidamente y sin pérdida ocasionada por un aumento de la oferta de valores, obtener nuevamente su liquidez.

Se presentan las Bolsas de Valores, como lugares de mercadeo bien organizados, con reglas y preceptos generalmente severos, donde se compran y venden rapidamente participaciones en valores mobiliarios que han sido emitidos en serie y en masa por una compañía, extranjera o una entidad gubernamental, pudiendo significar la emisión del capital en acciones la fundación de una nueva empresa o la expansión de las ya existentes. Se logra a través de las Bolsas una movilización del capital monetario, cuyo propietario no puede emplearlo como capital productivo, el cual pasará a transformarse en capital productivo al efectuarse con él la compra de medios de producción (maquinarias, equipo, materias primas, salarios) para insertarse posteriormente en la circulación como capital industrial y poder incorporar los progresos técnicos, utilizando método ahorrativos de trabajo antes de que éstos se hayan generalizado, trabajando así la empresa a mayor escala, obteniendo mayores beneficios. A cambio de éste capital monetario se hace indispensable un reflujo de dinero al acreedor (interés) periódicamente para que éste ac-

ceda a prestarlo, de tal manera, la compra de una acción es equivalente a la compra de un título de crédito sobre la futura producción, una asignación sobre los rendimientos de la empresa.(*) Muchas veces ésta actividad es realizada por los bancos y otras instituciones financieras al entregar los capitalistas su capital monetario a éstas entidades, las cuales los colocan en actividades productivas impidiendo en ésta forma que el capital-dinero permanezca ocioso. Es por ello, que generalmente se considera que las Bolsas de Valores no pueden funcionar en forma apropiada si no existen suficientes instituciones financieras de distinto tipo en el país, y si éstas no funcionan en forma conveniente a las necesidades del mercado de capital al que se circunscriben.

Las compañías con acciones registradas en las Bolsas de Valores dependen de los bancos comerciales y otras instituciones financieras para obtener créditos para sus operaciones e inversiones. Sin embargo, tales instituciones financieras solo pueden conceder cré-

---

(*) El interés es definido como "...una parte de la ganancia que el capitalista productivo debe entregar al propietario de dinero para poder llevar adelante la explotación del trabajo." TESTA., Víctor. Empresas Multinacionales e Imperialismo. Siglo XXI Editores, S.A., Argentina, 1973, p. 84.

ditos si reciben un flujo contínuo de ahorros transferidos. Los bancos comerciales podrían prestar ayuda al mercado de valores, concediendo préstamos garantizados con acción. De allí que el papel de la bolsa deba examinarse dentro del conjunto del sistema financiero de un país y del mercado de capitales en el sentido amplio de la palabra. Para dar una idea más precisa, así como para establecer una especie de patrón para la mejor comprensión del análisis, se incluye a continuación la estructura del mercado de capitales que presenta la economía argentina, y en la cual el mercado nacional de capitales para inversión está integrado por las siguientes instituciones:

Mercado Bancario

El Banco Central de la República y el conjunto de bancos comerciales, oficiales y privados

Mercado Extrabancario

Sociedades financieras inscritas en el Banco Central

Sociedades financieras no inscritas en el Banco Central

Cooperativas de Crédito

Compañías de Seguro y capitalización

Sociedades de Ahorro y Préstamo para la vivienda

Escribanía de registro

Mercado de Valores

Bolsas de Valores

Fondos de Inversión

Inversores institucionales especializados en valores públicos y privados. (1)

A través de la Bolsa se trata de lograr un refinamiento financiero al hacer mas eficiente el mercado de capitales que ya existe, estimulándose el desarrollo de las sociedades anónimas y la inversión de capital en empresas productivas. Vimos como, la creciente concentración del capital genera la formación de las sociedades por acciones, -empresa de capitalistas formada por participaciones de capital- aumentando el número de grandes capitalistas que invierten su capital en diversas sociedades. Una vez más, Hilferding aporta una definición específica de como "...la sociedad por acciones es el arma más aguda y segura, y por eso la más preferida, que tiene a su disposición el orden económico capitalista para llevar adelante sus tendencias de concentración. La misma sociedad por acciones representa ya una concentración ultimada: una reunión de partes de capitales pequeños y dispersos más o menos excluídos

---

(1) DELTEC PANAMERICA S. A., El Mercado de Capitales en Argentina, CEMLA, México, D. F., 1968. p. 21.

de utilización productiva, en una masa de capital total, que bajo dirección común es adecuada y está determinada para seguir fines económicos, esto es productivos...". (1)

Además del logrado desarrollo de las sociedades por acciones, para el buen funcionamiento de las Bolsas se deben dar ciertas coyunturas dentro del sistema económico que motiven la confianza de los accionistas tanto en la situación económica, como en la política y la social y que se traduzca en una estabilidad monetaria y financiera que permita la generación de una comunidad bancaria y de negocios dinámica.

Una considerable demanda o poder de compra constante que se origine en un amplio sector de ahorrantes grandes, medianos y pequeños por un lado, y la suficiente oferta de valores aceptables por el otro deben darse para que se pueda decir que existe un mercado, en donde los precios estén presentados correcta y ordenadamente. (2) Se registraría un alto grado de competencia entre las sociedades de capital que ofrecen al público sus acciones, participaciones de capital, obligaciones

---

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., p. 131.

(2) BERNSTEIN., Edward M.. El Desarrollo de un Mercado de Capitales en Centro América: Dos Estudios. CEMLA, México, D.F., 1967.

o bonos. De aquí, que muchos tratadistas hayan considerado las Bolsas de Valores como el tipo ideal de mercado en donde se realiza la competencia perfecta, por ser éste un mercado abierto para oferentes y demandantes, facilitar la formación de un precio libre y real, así como por ser un mercado transparente y uniforme. Además, requisitos de un mercado de competencia es la homogeneidad de los productos en el ofrecidos y demandados, en éste caso es la acción o el valor mobiliario, en la medida en que al ser emitidos en masa o en serie para ofrecer al público un empréstito, o una ampliación de capital, presentan las mismas características entre sí, a pesar de tratarse de derechos o participaciones de capital en empresas de por sí heterogéneas (textiles, siderúrgicas, servicios,....etc.) con diferentes posibilidades de expansión y crecimiento; con diversos problemas concernientes a sus procesos de producción, comercialización y financiación. Las acciones poseen también una gran agilidad, velocidad y capacidad de adaptación a las actividades económicas y a ello se deben las típicas fluctuaciones en las cotizaciones bursátiles.

El número de transacciones es de vital importancia para constituír la estructura de la Bolsa de Valores,

en la medida en que, si no existe el volumen suficiente de transacciones, los corredores y agentes no podrían prestar sus servicios a los inversionistas de valores, ya que nó se podrían cubrir sus costos de operación, teniendo entonces que transferirse la actividad bursátil a los bancos e instituciones financieras.(1)

Es indispensable que exista cierto control sobre el mercado, para que se permitan las ventas y compras competitivas y se eviten cualquier tipo de transacciones fraudulentas, lo cual se logra a través de la inspección y vigilancia gubernamental de las sociedades anónimas, de las emisiones de títulos valores mobiliarios destinados al público en general así como de los intermediarios o corredores. Es también necesaria, cierta seguridad institucional, deberán respetarse los contratos y las leyes que rigen el funcionamiento y el comportamiento del mercado de valores.(2)

Se debe proporcionar y asegurar a los inversionistas el máximo de información periódica, auténtica y veráz sobre las operaciones y la situación financiera de

---

(1) Véase CASTELLANOS., Jorge Sol., y et. al. Informe de la Comisión AD-HOC para el Estudio del Mercado de Valores en Centro América. Ibid.

(2) KNIPER., E. T., y et. al. Las Compañías Financieras de Desarrollo: Algunos aspectos de su política y de sus actividades. Madrid, Edit. Tecnos. S. A. 1969.

las empresas o entidades cuyas acciones y obligaciones se cotizen en la Bolsa, para lograr la confianza mutua y absoluta de los inverionistas y ahorradores. Si no se facilita información al público, es poco probable que los particulares lleguen a ser accionistas minoritarios de una firma, porque no sabrán qué es lo que pasa en su seno y no tendrán confianza en el accionista mayoritario.

Los valores que se contratan en el mercado deben cumplir con una serie de requisitos y deben responder a las condiciones particulares del país: deberán ser remitidos a un examen previo, pero por lo general no se encuentran en la Bolsa. Al estar un valor cotizado en la Bolsa, mientras mejor organizado está el mercado y mas amplia y difundida se encuentre la masa de accionistas, mayor será su grado de liquidez, de modo que los accionistas pueden realizar en cualquier momento su capital mediante la venta de sus acciones.

El comprador o vendedor no ejerce ninguna influencia en la operación que se le propone, a él se le presenta la alternativa de aceptar o rechazar el negocio. Habrán personas que trabajan para su propia cuenta y otras que lo harán para terceros -que son denominados intermediarios-, los cuales generalmente se encuentran

agrupados corporativamente con severas normas de actuación. Sólo se consideran operaciones de Bolsa las que son realizadas por un miembro de la institución y las operaciones se efectuaran de acuerdo a requisitos estipulados que regirán tanto a la contratación como a la forma de liquidación.(1)

Económicamente, el precio de un producto o bien representa un criterio importante para su movilización o circulación. A través del mercado bursátil y las respectivas cotizaciones, se forma a diario un precio para los valores de renta fija y de renta variable, -hecho poco común en los otros sectores económicos-, imparcial e independientemente de las influencias que no sean las del propio mercado, reflejando los deseos individuales de los inversionistas y comerciantes, así como la especulación del momento.

1.3 SUS DIVERSOS ASPECTOS:

Podemos observar la Bolsa de Valores desde distintas perspectivas, tales como:

1.3.1. Mercado Financiero y Aspecto Económico

La especialización en el campo de las relaciones

---

(1) AMATRIAIN., Jesús Fernández, Op. Cit.

Ahorro- Inversión, (dos factores activos que causan actividades de orden económico) origina la creación de un aparato institucional que permite la transferencia de recursos de los ahorradores a los inversionistas de bienes de capital. La existencia de los mercados de capitales capaces de canalizar mayores ahorros hacia inversiones productivas favorecen en gran medida el proceso de acumulación de capital en la sociedad moderna, conllevando al crecimiento económico de los países industrializados. "Estos mercados de capitales operan con fondos a largo plazo, obtenidos de la venta de acciones, bonos y otros títulos valores con fines de capitalización o para financiar deficiencias presupuestales y gastos de inversión de los gobiernos o de sus organismos y dependencias"(1)

Dentro de los mercados de capitales opera el mercado de valores, el cual trata de suministrar a los ahorros que se mantienen en forma de valores mobiliarios, el más alto grado de liquidez y la mayor estabilidad de precios (en el caso de las acciones, la tendencia alcista de los precios) que es uno de los elementos que de-

---

(1) Nacional Financiera, S. A., Mercado de Valores de México, D. F., Editorial Rosales, México, 1946. p. 84.

terminan su atractivo como activos financieros.

Las Bolsas de Valores cumplen económica y financieramente la importante función de concentrar y concertar a la oferta y la demanda por recursos financieros a largo plazo en un sitio, hecho que explícitamente implica la formación de un mercado constituído tanto por las sociedades que desean captar recursos para satisfacer sus necesidades de financiamiento a fin de mantener su capacidad competitiva, para lograr su expansión o iniciación de actividades en otros sectores económicos. Por tal razón emiten títulos valores que les permitan la transformación y consolidación financiera de sus sociedades anónimas, al cambiar recursos a corto plazo por financiamiento a largo plazo-, como por los inversionistas o ahorradores que están interesados en colocarlos.

Todas estas actividades se llevan a cabo a través de los corredores de bolsa y las instituciones de la bolsa en sí, tales como ruedas, reglamentos, publicaciones, etc., conduciendo a formaciones diarias de precios, conforme a las tendencias hacia la baja o alza de las cotizaciones. Todo esto trae consigo, que se trate de un mercado transparente para los inversionistas, empresarios y ahorradores así como, uniforme y represen-

tativo.

Por lo general, en la medida en que una empresa solicita nuevas inversiones -emite valores-, ésto es tomado por las fuerzas anónimas del mercado como signo cierto de una creciente actividad económica, por tanto, el valor de sus títulos tenderán a subir, coinçidiendo esto con los intereses de la comunidad al promover nuevas expansiones en la vida económica en general.

La inversión bursátil se orienta, primordialmente, según la rentabilidad de las acciones y sus posibilidades de crecimiento, las cuales a su vez, son un fiel reflejo de las expectativas futuras en los diversos sectores industriales y de su productividad. Por lo tanto, podemos decir que la Bolsa de Valores cumple la función de canalizar los recursos financieros hacia aquellos sectores económicos más rentables y productivos.

Muchas veces se recalca la importante función del mercado bursátil como "barómetro coyuntural", o sea, como indicador de la situación económica y financiera de una economía. Las tendencias bursátiles representan, en los países industriales, un índice adecuado para las medidas de política económica y monetaria, tendientes a evitar una crisis económica o un "boom" exa-

gerado.

Algunos tratadistas, han denominado a la Bolsa de Valores como "cerebros de la economía", por servir ellas de motor en el proceso de desarrollo -al ofrecer negocios con rentabilidad elevada, y en el cual pueden participar pequeñas fracciones individuales de inversión que engloban en su totalidad un gran capital a escala nacional e incluso a escala mundial, evitando la existencia de capitales que de otra manera estarían ociosos-(*) y ser un reflejo de la propensión a la inversión y al consumo.

Vemos entonces que el mercado bursátil se constituye en el centro principal de información de la actividad financiera de la economía mundial. La rapidez en sus reacciones y su grado de adaptación a nuevas circunstancias y cambios hacen de la Bolsa un instrumento adecuado y preciso para detectar futuras evoluciones, positivas o negativas, en el proceso económico.

1.3.2. Aspecto Social y Jurídico

Es interesante observar las repercusiones sociales que permiten las Bolsas de Valores, en lo que se refie-

---

(*) Considerando ocioso al dinero depositado en cuentas corrientes, libretas de ahorro, o en atesoramiento físico.

re a la oportunidad que se le presenta a una gran cantidad de personas al tomar decisiones económicas a través de la movilización de sus ahorros. La participación en las actividades bursátiles origina una mayor amplitud de la conciencia colectiva sobre empresas económicas, activando económicamente a la población del país. (1)

A medida que se incrementan los ahorradores e inversores, se alcanza una mayor estabilidad social debido al aumento de responsabilidad, causada por los nuevos propietarios. Al participar anónimamente en las compras y ventas de los valores se está garantizando la libertad de las decisiones individuales y a través de los índices de precios y de negocios, se podrá conocer la opinión colectiva sobre la marcha de las empresas que de otra manera sería de muy difícil determinación.

Dado que la Bolsa es un mercado organizado, está constituído con instrumentos jurídicos adecuados, que garantizan la seguridad al tráfico del valor accionario que en ella se origina, para que permanezca la confianza por parte de los participantes. Las operaciones se realizan en forma contractual, y existen leyes que re-

---

(1) AMATRIAIN, Jesús Fernández, Op. Cit., p. 160.

gulan tanto el derecho de los accionistas, como el del emisor, los cuales deberán ser conocidos por éstos, presentándoseles la disyuntiva de aceptarlas o rechazarlas pero en ningún momento de modificarlas.

1.3.2. Aspecto Fiscal

Al estar las Bolsas constituídas organizadamente, es relativamente fácil por parte de los gobiernos ejercer un determinado grado de control sobre las actividades que en ellas se llevan a cabo, ya que ha de ofrecerse información pública de las operaciones, siendo fácil detectar el monto de rentas ganadas, de patrimonios ocultos, de emisiones a grabar, etc..

Se puede también así contar con un elemento para canalizar hacia determinadas actividades económicas las inversiones del país utilizando medidas fiscales adecuadas, medidas que de no existir este mercado sería de difícil aplicación -impuestos de transmisión, desgravaciones en ciertas compras de valores, etc..(1)

Siendo las Bolsas uno de los principales elementos constitutivos de los mercados de capitales es natural que los gobiernos vigilen y regulen a estas importantes instituciones De acuerdo a ésto, se han considerado

---

(1) AMATRIAIN, Jesús Fernández, Op. Cit. p. 161.

dos tipos diferentes de sistemas:

> "I. EL SISTEMA EUROPEO-CONTINENTAL: Los Gobiernos, se reservan la facultad de crear y organizar la Bolsa de Valores. Los Agentes de Bolsa, actúan con arreglo a las normas de rango legal. Tienen carácter oficial en sus actuaciones como tales.
>
> II. SISTEMA ANGLOSAJON: Seguido, de forma principal por los Estados Unidos e Inglaterra. En estos países, las Bolsas son Instituciones de rango privado. Son organizadas y dirigidas con arreglo a los acuerdos que tomen las respectivas corporaciones."(1)

Pero en muchos casos el Gobierno a través de organismos especializados sabe ejercer presión en lo referente a la organización de las transacciones bursátiles. Generalizando, podríamos aseverar que hoy en día ninguna Bolsa puede ser considerada totalmente independiente de la política financiera general del Gobierno.

1.4 LA ESPECULACION EN LA BOLSA:

Pudimos observar anteriormente, que la Bolsa de Valores engendra en sí un mercado para la realización de la inversión del capital monetario en grandes proporciones, y concreta la posibilidad de que los capitalistas puedan retirar en forma de dinero en cualquier

---

(1) AMATRIAIN, Jesús Fernández., Ibid.

momento su capital invertido, contribuyendo así a la movilización del capital en función de las diversas tasas de beneficios que se dan dentro del mercado y que motivan la especulación.

Para J. M. Keynes, "...la especulación es la actividad de prever la psicología del mercado".(1) Por lo general, permanecen en el mercado, los pequeños especuladores, -individuos que no están acostumbrados a manejar bienes de capital, y saben muy poco acerca de ellos- y los grandes especuladores -capitalistas mas concientes de los mecanismos bursátiles y que están siempre a la espera de algún indicio que pueda modificar en alguna medida la rutina del mercado. Normalmente, se ponen en circulación una serie de rumores aparentes, respecto a las espectativas de alzas o bajas de las cotizaciones causadas por variaciones en los dividendos o bien por variaciones en la rentabilidad de las empresas, provocándose en esta forma movimientos artificiales y bruscos en la oferta y la demanda de acciones debido a la inseguridad prevaleciente, que causa transmisiones de propiedad, afectándose las cotizaciones y obteniéndose en esta forma ganancias dife-

---

(1) KEYNES., J. M. Teoría General de la Ocupación, el Interés y el Dinero, Fondo de Cultura Económica, México, D. F., 1974, p. 144.

renciales. Esta inestabilidad causada por la especulación produce nuevas oscilaciones en la oferta y la demanda, variando así los precios de las acciones y provocando nuevas especulaciones y así sucesivamente, en un contínuo movimiento circular.

Si tenemos presente, que los precios de los títulos de renta fija están en función solamente de la tasa de interés, y que ésta (tasa de interés) detecta oscilaciones generales relativamente escasas, que son mas fáciles de anticipar, (*) y si consideramos que los precios de los títulos de renta variable están directamente afectados por la tasa de interés y los rendimientos de la empresa a la cual pertenecen, dados éstos en función de la magnitud de la plusvalía y del capital invertido, de la relación del precio del mercado y del precio del costo, nivel de amortizaciones, volumen de las reservas, -elementos éstos totalmente desconocidos para la mayoría de los especuladores-, observamos que el precio de mercado de éstos últimos está sujeto a fluctuaciones imprevisibles, dado el comportamiento

---

(*) Por lo general, "reinará un tipo de interés mas bajo en depresión, cuando la especulación es débil, escasa confianza. En tiempos de alta coyuntura y de especulación desatada, dominará el tipo de interés alto, debido a la esperanza del alza futura de las cotizaciones". HILFERDING., R. Op. Cit., 147.

incierto de la actividad empresarial y productiva de determinada organización en un momento dado, motivando fuertes oscilaciones en la cotización de éstos títulos que los constituyen en el motivo primordial de la especulación.

De ésta manera, se puede decir que "...la compraventa de éstos títulos es, pues, un fenómeno puramente económico, un mero desplazamiento en la distribución de la propiedad privada, sin ninguna influencia sobre la producción o la realización de los beneficios. Las ganancias o pérdidas de la especulación solo nacen, pues, de las diferencias de las correspondientes valoraciones de los títulos...". (1)

Hilferding, nos esboza aquí, como en función de esta actividad especulativa, causante de variaciones en los precios de las acciones, se genera la ganancia diferencial que no es parte de la plusvalía, ni de los beneficios de la empresa, sino que ésta es generada ante los cambios de las cotizaciones. Al especulador no le interesa que la variación de precios de las acciones sea ascendente, para él obtener beneficios -cosa que si le interesaría al capitalista monetario- ya que incluso con un movimiento descendente de los precios de las ac-

---

(1) HILFERDING., Rudolf. Op. Cit., p. 145.

ciones de una compañía determinada, puede obtener una ganancia especulativa a través de la compra o venta de los títulos de capital, ya que en un momento dado, puede comprar más barato de lo que vendió antes, o vender más caro de lo que compró. Por otra parte, las transmisiones de propiedad realizadas, no afectan a la empresa una vez establecida, en la medida en que el rendimiento de la empresa y la producción, no se ven perjudicados o beneficiados por dicha transmisión, ni por las variaciones de precio de las acciones, ya que éstos son movimientos externos a su funcionamiento y actividad.

A medida que evolucionan los mercados de inversión del mundo, se impone la especulación como otro fenómeno económico -dada la distribución de la propiedad privada- ejerciendo notoriamente una mayor influencia sobre los rendimientos probables de los bienes accionarios que tienen que ocurrir o esperarse, y los cambios en su valoración; pero dichas apreciaciones valorativas por parte de los especuladores presentan orientaciones opuestas, de las que solo las representativas de una tendencia específica van a resultar acertadas, significando entonces, que la ganancia especulativa de unos, será a costa de la pérdida de otros.

Esta actividad especulativa, al poder ser llevada a cabo al crédito o al contado, puede en alguna medida ser limitada por los bancos, ya que regularmente cuando la operación es al crédito, es a éstos a quienes se recurre a solicitarlo; y dependiendo de la concesión o denegación de éste crédito, se efectuará o no la operación que de una u otra forma afectará el volumen de la actividad especulativa.

En caso de que se diera una negación del crédito para la especulación, hemos de tener presente sin embargo, que no se influye grandemente en la marcha de la economía, puesto que ésta en sí (la especulación) no es una actividad productiva, (creadora de valor) sino mas bien son operaciones de caracter financiero que contribuyen a la germinación de "capitalistas monetarios parasitos", cuya inversión no está basada en las espectativas auténticas a largo plazo de las inversiones, ya que lo que desean son los resultados rápidos que les permitan hacer dinero pronto y para lo cual les es imprescindible tener en cuenta las fluctuaciones a corto plazo que se dan en el mercado.

Existe una diferencia fundamental entre especulación e inversión consistente en el grado de riesgo envuelto en la transacción. La especulación busca una

mayor capitalización a través de las subidas y bajas de los precios, mientras que la inversión busca conservar su capital accionario mientras éste le garantice una renta aceptable; pero aquí el nivel de conocimientos poseído por el comprador de valores acerca de asuntos de inversión es muy importante, ya que solamente siendo capaz de apreciar y valorar el riesgo, bien sea, por sí mismo o por expertos en la materia, puede el comprador realmente evitar el riesgo de invertir en lugar de especular.

Desde el punto de vista del mercado de capitales, como un todo, no tiene mucha importancia si un comprador de valores hace una compra especulativa o una inversión. De cualquier manera, el capital en la forma de poder de compra es transferido por el comprador al vendedor. Pero la especulación afecta el mercado de valores como un todo marcadamente, -sin embargo, cuando la actividad especulativa toma la forma de compras extensivas de valores con la ayuda del crédito bancario, la especulación entonces dirige u orienta el crédito bancario a la compra de valores y así se expande el volumen de fondos disponibles para invertir en valores, aunque éstos sean necesarios o no- en la medida en que al interno de éste se provoca una intensa acti-

vidad pero, nos encontramos que al final del auge causado en un momento dado, casi la mitad de las transacciones realizadas son nuevamente deshechas.

John Mynard Keynes manifiesta entonces que:

> "En tiempos anormales, particularmente cuando la hipótesis de una continuación indefinida del estado actual de los negocios es menos probable que de ordinario, aún cuando no existan motivos expresos para anticipar un cambio definido, el mercado estará sujeto a oleadas de sentimientos optimistas o pesimistas que son irrazonables y sin embargo, legítimos, en cierto sentido, cuando no hay bases sólidas para un cálculo razonable".(1)

Vemos así, la hipersensibilidad contenida en la Bolsa de Valores, como hechos triviales y fluctuaciones diarias que se den en las ganancias provenientes de las inversiones realizadas provocan movilizaciones absurdas y excesivas sobre la actividad bursátil, creándose un mercado totalmente receptivo a todo cambio ocurrido en la actividad económica.

La especulación en sí, tiene sus ventajas y desventajas. Experiencias pasadas han demostrado que es muy difícil de controlarla efectivamente Por un la-

---

(1) KEYNES., J. M., Op. Cit., p. 141.

do, permite disponer de capital para nuevas empresas, las cuales no podrían haberse iniciado del todo, si los inversionistas tuvieran que solicitar los fondos necesarios a alguna institución financiera; los especuladores compran sus valores antes que la empresa haya llegado a madurar, jugando así con el riesgo, y obteniendo los fondos para la compra de esas emisiones especulativas de préstamos bancarios para valores. Hasta cierto punto, se puede considerar la especulación como un elemento estabilizador -aunque un poco imperfecto-, de los precios de los valores, en la medida de que es el especulador, el que se dedicará a comprar acciones cuando la situación en el mercado se muestre un tanto nebulosa, y contrariamente, el venderá sus títulos de capital cuando los inversionistas esten optimistas.

Por otro lado, las pérdidas debidas a especulaciones equivocadas tienden a debilitar o a agotar las reservas de ahorro; cuando la especulación se ha valido de grandes préstamos para valores y se fracasa, esto tiende a desarticular la estructura bancaria durante el período correspondiente a la liquidación en el Mercado de Valores. En casos extremos tales como en el período anterior y posterior al pánico de 1929, una

amplia especulación sobre los valores afectó a toda la estructura económica, suministrando un estímulo excesivo a través de la inflación del crédito en un momento y luego, postrando la Economía al reducir severamente el poder de compra, a medida que el crédito tenía que ser repuesto.

Para la especulación, se requiere una cantidad de títulos de capital significativa, y que éstos estén continuamente en movimiento, para evitar que unos cuantos capitalistas acaparen todo el material; de allí que sea un elemento primordial la magnitud del mercado bursátil.

1.5 FORMAS DE CANALIZACION Y ORIENTACION DE LAS INVERSIONES BURSATILES, SEGUN LAS DIVERSAS CLASES O FUENTES DE AHORRO

Para la generalidad de los individuos y organizaciones empresariales, el ahorro se realiza inicialmente, a través de la acumulación de dinero obtenido de un superávit del ingreso personal una vez deducido de éste los gastos de consumo,o bien mediante las utilidades retenidas incluyendo las asignaciones para depreciación, elementos que constituyen la fuente interna de fondos para las empresas. Hemos de considerar tam-

bién la formación del ahorro gubernamental, el cual se obtiene una vez deducido el gasto corriente de los ingresos del gobierno provenientes de nuevos impuestos, o de la elevación de los mismos, la emisión de títulos de deudas,... etc., constituyéndose en una importante fuente de inversión pública. Normalmente, la actividad económica social de las empresas y actividades financieras del Estado ayudan también a generar un ahorro que es considerado por muchos como "forzado".

El logro de ahorro es un hecho previo a cualquier tipo de inversión, y esencialmente necesario para cualquier tipo de institución que desee brindar servicios de financiamiento. Por ello, se considera como un requisito básico una corriente contínua de ahorros transferidos, para que las instituciones financieras puedan suministrar fondos cuando lo soliciten los diversos sectores de la economía.

El ahorro contribuye al financiamiento de la adquisición del capital real o activos físicos de los ahorrantes, Vemos así, la utilización de los ahorros por parte de los individuos para la compra de viviendas; la inversión de las utilidades no distribuídas y la depreciación por parte de los empresarios (autofinanciamiento), en la ampliación de sus instalaciones,

equipos e inventarios. De igual manera, el sector público se dedica a realizar gastos de infraestructura económica, estrechamente vinculadas con el incremento de la capacidad productiva, así como proyectos de capital social (educación, bienestar social, salud,...)

Pero la mayor parte de las veces, tanto el ahorro bruto de las empresas, como el ahorro del sector público no son suficientes para financiar totalmente sus formaciones de capital independientemente de otro tipo de financiamiento, teniendo entonces que complementar su ahorro por medio de préstamos de instituciones financieras -las cuales obtienen recursos al ser los ahorros de las personas o de otras empresas transferidos mediante los intermediarios financieros-, obteniendo crédito de proveedores o mediante la emisión de acciones y bonos. De ésta manera, tanto las empresas y el gobierno e instituciones públicas, tienden a asumir la faceta de deudores netos del sector financiero. Contrariamente, los ahorros realizados por los individuos no son utilizados totalmente en la adquisición de capital real para su uso propio, y los individuos pueden ser considerados como acumuladores netos de efectivo o de activos líquidos.

De allí que se diga que "...el ahorro de un país

se utiliza totalmente para la formación interna de capital, con excepción de la parte que los ahorrantes usan para adquirir activos adicionales en el exterior, o que las instituciones monetarias emplean en la adquisición de reservas adicionales."(1)

Los ahorros personales por lo general, son invertidos líquidamente en instituciones financieras, bajo la forma de depósitos a la vista, a plazos y de ahorros, y en una menor medida en bancos y obligaciones del sector público y privado. Mientras que en los países de centro, las instituciones financieras facilitaron la transformación del ahorro en reserva ubicado en ellas mismas en inversiones a largo plazo, en los países periféricos todo contribuye al uso de fondos ahorrados, incluídas las sumas que el ahorrista querría ubicar a largo plazo para financiar la economía a corto plazo, (en la medida en que éste ahorro depositado en los bancos es utilizado para financiar las operaciones del comercio exterior) o para financiar los gastos del estado, muchos de los cuales son improductivos para la economía, produciendo intereses para solamente

---

(1) BERNSTEIN., Edward M., et., al., El Desarrollo de un Mercado de Capitales en Centro América, CEMLA, México, D. F., 1967.

los portadores de Bonos del Estado.

Apreciamos entonces, que la utilización de los ahorros para la formación de capital estará determinada en gran medida por las normas de actividad trazadas por las instituciones financieras en cuanto a préstamos e inversiones.

Es primordial, que la capacidad de ahorrar sea transformada en ahorro disponible fácilmente para la utilización de actividades productivas. El hecho de poseer activos financieros líquidos es vital para la operación de los negocios del sector empresarial, y está fuertemente vinculado con las necesidades del mismo, ya que la conservación de activos financieros líquidos representa el uso de ahorros en inversiones seguras, fácilmente cambiable en dinero y que retribuyen un rendimiento moderado en intereses.

Es necesario para el buen funcionamiento del mercado de capitales, brindar facilidades para la emisión de nuevos valores de compañías privadas y para activar la negociación de los valores ya existentes de las compañías y del gobierno hacia los sectores de máximo efecto socio-económico, ya que uno de los principales problemas que se presentan a la mayor parte de las economías, es la transferencia de fondos de las personas

con excesos de ahorros en relación a su formación de capital, a otros individuos, empresas o entidades públicas con insuficientes ahorros en relación a la formación de capitales que necesitan para usos productivos.

La movilización de éstos recursos internos, dependen en gran parte del mecanismo financiero. Obviamente, no todos los ahorros utilizados en activos financieros líquidos, una vez incentivado el campo de las emisiones de valores se destinarán en su totalidad a la compra de éstos títulos de capital debido a que, de hecho tienen que permanecer en manos del público algunos activos líquidos. Pero al disponerse de otros tipos de activos financieros atractivos, tales como valores públicos y privados que brinden buenos rendimientos, y que sean altamente negociables, se podrá inducir al público a tratar de mantener una gran parte de sus ahorros en dichas formas de valores nacionales y/o extranjeros.

A través de éstas emisiones, se le proporcionará a los ahorradores que prefierren correr ciertos riesgos acciones de valor variable, emitidas por empresas nacionales y/o extranjeras. Para la mayoría de los ahorrantes de moderados ingresos, los valores del go-

bierno podrían ser una inversión bastante atractiva, siempre y cuando tanto los valores de las compañías privadas o de las agencias gubernamentales estuvieran mas al alcance del público, si pudieran contar con rendimientos comparables con los intereses derivados de los depósitos de ahorro, si se brindara una protección razonable contra pérdidas y se contara con un alto grado de negociabilidad a un costo moderado.

Todo lo que hemos mencionado anteriormente puede lograrse a través de la aplicación de una serie de estímulos -principalmente de orden fiscal- a ésta clase de inversiones mobiliarias por parte del Estado, o de alguna entidad encargada de la vigilancia de la actividad del mercado de capitales.

Primeramente, se podrían exigir inversiones obligatorias en valores, de un porcentaje del ahorro institucional de Bancos, Cajas de Ahorro y Compañías de Seguro, para estimular en esta forma la demanda bursátil.

Se pueden proporcionar ciertos incentivos fiscales a aquellos ahorros privados que sean desembolsados para la suscripción o adquisición de valores mobiliarios, tales como eximir del pago de impuestos sobre la renta todo rendimiento proveniente de dicha actividad

y conceder la exención de estos valores del impuesto sobre sucesión.

Se autorizaria a alguna institución oficial para que conceda créditos a los empleados y obreros de cualquier empresa, con destino a la compra de acciones de la empresa en que prestan sus servicios.

Las Cajas de Ahorro pueden abrir cuentas individuales de ahorro-bursátil mediante imposiciones periódicas que se efectuaran para adquirir valores, con arreglo a un plan previamente convenido, haciendo posible a los pequeños ahorradores un nuevo acceso al mercado de capitales.

1.6 SITUACION GENERAL DE LAS BOLSAS DE AMERICA LATINA

Las Bolsas de Valores son bastante antiguas en América Latina, (*) se encuentran en distintas etapas de desarrollo y organización, de acuerdo a la importancia adquirida por las operaciones financieras y a la especulación cambiaria en momentos determinados de desarrollo y/o crecimiento.

(*) La bolsa de Buenos Aires, establecida formalmente en 1854; la de Río de Janeiro en 1876; la de Lima en 1895; la de México, D.F. en 1890. BASCH, Antonín y KYBAL., Milic. Análisis de Mercados de Capitales, Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos, México, D.F., 1960, p. 76.

Así tenemos que son nueve los países que cuentan con bolsas de valores establecidas, a saber: Chile, Colombia y Venezuela que poseen dos Bolsas por país; México posee tres; Argentina cuatro; Brazil veinte y una; Perú, Uruguay y el Salvador, una respectivamente. Estas bolsas de valores son instituciones de capital privado, organizadas como sociedades anónimas o en formas jurídicas similares. Las diferentes bolsas funcionan financiando sus actividades, principalmente con sus propios recursos de capital y con los ingresos que obtienen por inscripción de valores, además, cuentan con el producto de sus propias inversiones. (Véase en el anexo A, el cuadro #3) Pero en general, las Bolsas de Valores de América Latina, realizan y concentran en valores el grueso de sus operaciones. (1)

En la medida en que operan en marcos económicos distintos, varía el grado de importancia que poseen en el funcionamiento de sus respectivos mercados de capitales.

A pesar de que algunas bolsas de valores fueron formalmente establecidas en el siglo pasado, todavía no han logrado desempeñar un papel importante como canali-

---

(1) BASCH, Antonín y KYBAL., Milic. Op. Cit.

zadoras de fondos hacia las actividades productivas debido a factores estructurales que no permiten su desarrollo.

Estos factores estructurales son determinados por la formación social de los países latinoamericanos, que desde el momento de su incersión al mercado capitalista mundial, tienden al desarrollo del subdesarrollo. Samir Amín plantea que:

> "Desde su origen, la transición de las formaciones precapitalistas integradas en el sistema mundial es una transición, no al capitalismo en general, sino al capitalismo periférico." (1)

De este hecho se desprende que existan factores estructurales que no permiten que el desarrollo de las Bolsas de valores en los países latinoamericanos se efectúe igual que en los países dominantes o de centro. Por otra parte, existen factores coyunturales tales como la existencia de una atmósfera general de inestabilidad monetaria, la cual es un aspecto decisivo para promover la inversión ya que los precios de los bienes relativamente estables estimulan el ahorro en instituciones financieras, mientras que un rápido aumento del

---

(1) AMIN., Samir. Op. Cit., pg. 50.

nivel de precios de los bienes de una economía, tiene por lo general un efecto inhibitorio, en la medida en que el público al invertir busca una protección adecuada para sus ahorros y un rendimiento razonable sobre los mismos.

Además coexiste a su vez, un factor intangible que es la confianza general en la estabilidad de la situación política, social y financiera, la cual podemos considerar un tanto precaria en América Latina.(*)

Sin entrar en una individualización del análisis (que requeriría de un enfoque extenso y profundo), pasemos a considerar algunos factores estructurales que podemos generalizar para todos los países latinoamericanos, aún para aquellos que no poseen Bolsas de Valores.

La significación de las Bolsas de Valores en el funcionamiento de los distintos modelos de crecimiento (modelo de crecimiento hacia "afuera" hasta 1930, motivando el desarrollo del sector primario exportador, y el modelo de crecimiento hacia "adentro" después de la segunda Guerra Mundial, orientando todo tipo de activi-

---

(*) A pesar de que no se le debe quitar importancia a las disposiciones jurídicas y administrativas, hemos de recordar que ni aún los mejores reglamentos podrían evitar que las Bolsas pierdan su eficacia al dejar de existir las condiciones generales para sus operaciones.

dad hacia la sustitución de importaciones), como fuente de fondos para inversión ha sido mucho menos importante que el de los bancos y otros intermediarios financieros, ya que al originarse los distintos modelos de crecimiento en América Latina, se provocan una serie de fluctuaciones(*) inherentes a las actividades desarrolladas por los modelos, que le confieren una gran inestabilidad a las incipientes y poco organizadas Bolsas de Valores Latinoamericana; esto ocasiona que los mercados de valores no puedan desarrollarse como se esperaba, en vista de que los inversionistas no podían asegurarse la liquidez de su inversión.

Surge en contrapartida la estructuración y ampliación de el sistema bancario comercial, el cual es considerado como la entidad mas evolucionada y eficaz en la movilización de los ahorros de las instituciones financieras. Pero los bancos en los países subdesarrollados no financian a todos los sectores de la actividad económica, sino que dentro del capitalismo periférico,

---

(*) "...En los últimos años del siglo pasado, y aún en la actualidad ocurrieron en muchos países, violentas fluctuaciones financieras, con bruscas salidas y entradas de capitales externos, períodos de inflación desenfrenada, devaluación de monedas nacionales y pérdidas considerables en los valores financieros públicos y privados...". SERRA., José. Op. Cit., p. 94. (las negritas son nuestras)

buscan la extensión del mercado exterior ya que como dice Samir Amín, "...los bancos extranjeros se acantonan casi siempre en la financiación de las esferas capitalistas de la economía, dejando a otras organizaciones la tarea de desintegrar la economía de subsistencia local. El sistema bancario, constituye un medio poderoso de orientación del desarrollo del capitalismo periférico de acuerdo con las necesidades de centro". (1)

De acuerdo a un estudio realizado por el Centro de Estudios Monetarios Latinoamericanos (CEMLA), se llegó a concluír que las Bolsas Latinoamericanas no han podido conseguir una etapa de desarrollo que asegure a las empresas la obtención de recursos monetarios suficientes, a través de la emisión de valores debido a que no existe un ahorro considerable y faltan inversionistas institucionales.(2)

Sin embargo es de nuestro parecer, y como ya mencionamos anteriormente, que son factores estructurales los que impiden este desarrollo lo que no significa que le neguemos importancia al ahorro, sino que ese ahorro está determinado por la estrechez de los mercados inter-

---

(1) AMIN., Samir. Op. Cit., ps. 459.
(2) BASCH, Antonín y KYBAL., Milic. Op. Cit., ps. 79 y siguientes.

nos por lo tanto, en vez de ser -el ahorro interno- una causa,para nosotros pasa a ser un efecto. Esta estrechez de los mercados, la entendemos porque para las economías latinoamericanas no es necesaria la realización de su producción al interno de sus economías, sino por el contrario, dicha producción se realiza en el mercado externo.

Al respecto, Rui Mauro Marini manifiesta que:

> "La industrialización latinoamericana no crea por tanto, como en las economías clásicas su propia demanda, sino que nace para atender a una demanda pre-existente, y se estructurará en función de los requerimientos de mercado procedantes de los países avanzados". (1)

De allí que en el proceso de industrialización planteado en la década del 60, se evidenció la estrechez del mercado, dado que los trabajadores solo cumplen la función productiva, pero no representan una significativa fuente de demanda efectiva debido a las condiciones de subsistencia en que se mantiene el obrero latinoamericano durante ese período. Por ello se presenta la dificultad para realizar un volumen sustancial de transacciones bursátiles, sin que se afecten significativamente las cotizaciones, por presentarse condiciones tales

---

(1) MARINI., Rui Mauro. Dialéctica de la Dependencia. Serie Popular Era, México, 1973, p. 62.

como una oferta de valores limitada, conjuntamente con una demanda débil e insuficiente las cuales actúan en forma intermitente y errática provocándose bruscas oscilaciones de precios y buscando el público inversionista otras formas de colocación de sus ahorros -bienes raíces, los depósitos de ahorro y a plazo, los préstamos hipotecarios,...- que le proporcionen mayor seguridad, altos rendimientos y un grado razonable de liquidez.

Así observamos que el tamaño reducido de los mercados latinoamericanos limita la capacidad de absorción de éstos mercados y causa que las instituciones financieras movilizadoras de recursos sobre bases contractuales, tales como fondos mutuos o de inversión, fondos de retiro, copañías de seguros..., no desempeñen un importante papel dentro de los mercados de capitales, ya que algunas veces el ahorro se ha visto fuertemente afectado por el proceso inflacionario, por lo que la tranferencia que se da de éste a los inversionistas institucionales se ve así debilitada.

Contrariamente, en los países de centro, se han convertido los inversionistas institucionales en los mas importantes tenedores de valores, canalizando así indirectamente, cuantiosos recursos privados hacia

este tipo de inversión.

Por otro lado, con la industrialización, se aumentó el consumo suntuario "importado"de las capas altas y la importación de productos semi-elaborados y maquinarias destinadas a la industria. Esto ocasiona una presión inflacionaria de carácter estructural, debido a que el consumo se basa entonces prácticamente en bienes importados, traduciéndose esto en un detrimento de la capacidad de pago externo del país y en una filtración del movimiento inflacionario que tiene lugar externamente, en los países industrializados.

Esta inflación "importada"disminuye el ingreso real dellos consumidores (capacidad adquisitiva) reduciéndose así también las posibilidades de una mejora del mercado interno ya que se tenderá hasta cierto punto a limitar el volumen del ahorro familiar y por ende el monto que constituye el excedente económico real de que se dispone para realizar inversiones internamente. (1)

Era entonces indispensable diversificar el proceso productivo, para lo cual se enfrentan con barreras tales como, el crédito bancario a corto plazo y el hecho

---

(1) JOVANE., Juan. Inflación, Recesión, Perspectivas y Soluciones. Instituto Panameño de Estudios Laborales, Panamá, 1975, p. 34 y siguientes.

de que la expansión necesaria no podía ser financiada por las utilidades retenidas, ya que en condiciones inflacionarias el autofinanciamiento tiende a ser artificialmente bajo y se tiende entonces a buscar el financiamiento ajeno de las empresas debido a que la tasa real de interés, se torna frecuentemente negativa para el prestatario en condiciones inflacionarias. Además, la inflación tiende a perjudicar indirectamente los precios de las acciones de las empresas (ya que estas reflejan en cierto modo la capacidad para obtener utilidades) porque su crecimiento se ve obstaculizado por el clima de inseguridad y las fluctuaciones financieras.

Es por ello que regularmente se considera, que el precio que asumen las acciones es producto de las evaluaciones realizadas por parte de los inversionistas con respecto a las empresas y su desenvolvimiento futuro, y en una forma mas indirecta, con respecto a toda la economía. (*)

Va surgiendo entonces, el mercado financiero extrabancario, constituído por una serie de instituciones financieras ligadas a las corporaciones financieras internacionales, que ayudan a conformar el desarrollo

---

(*) Véase Anexo A, Cuadro #4 y Anexo B, Gráfica #1.

reciente de los mercados de capitales en América Latina, diversificadores de la oferta de recursos financieros y a través de los cuales se brindan facilidades y alternativas aprovechables para los ahorros personales y empresariales. Y así, la importación de capital extranjero bajo la forma de financiamiento de inversiones directas en la industria, adquiere una gran importancia.

En América Latina, privilegia el hecho de que la mayor parte de las operaciones realizadas por los mercados de capitales están estrechamente vinculadas con el financiamiento de bienes de consumo durable de las familias, así como del capital de trabajo de las empresas, y no están referidos al financiamiento de la inversión real hacia áreas prioritarias. Cada vez se va haciendo más notoria la creciente dependencia financiera con el exterior que experimentan los sectores o empresas dominantes de la economía, las cuales representan una nueva modalidad del Capitalismo Financiero Internacional.

Se realiza una internacionalización del capital que implica o genera a su vez una desnacionalización del capital, en la medida en que, al establecerse las diferentes instituciones financieras, proceden a utili-

zar el ahorro interno para realizar inversiones en el exterior donde la tasa de rentabilidad sea más alta, o bien internamente pero en sectores que rindan suculentos beneficios a sus intereses, incrementándose así el poder monopólico de los bancos; así nos dice Lenin "... pero cuando esta operación crece en proporciones gigantescas, resulta que un puñado de monopolistas subordinan las operaciones comerciales e industriales de toda la sociedad capitalista, obteniendo la posibilidad -por medio de sus relaciones bancarias, de las cuentas corrientes y otras operaciones financieras-, primero, de enterarse con exactitud del estado de los negocios de los distintos capitalistas, y después, de controlarlos, de ejercer influencia sobre ellos mediante la ampliación o la restricción del crédito, facilitándolo o dificultándolo y, finalmente, de detérminar enteramente su destino, de determinar su rentabilidad, de privarles de capital o de permitirles acrecentarlo rápidamente y en proporciones inmensas,...". (1) Y así podemos observar que aún sin considerar las diferentes legislaciones bancarias que rigen en los países capitalistas de centro o periferia, los bancos tienden a promover

---

(1) LENIN., V.I.. Op. Cit., p. 39.

significativamente el proceso de concentración de capitales y la constitución de monopolios. Fenómenos éstos que son complementados con la gran cantidad de empresas industriales que operan en los países subdesarrollados y que son filiales de monopolios extremadamente poderosos.

De allí que otro factor estructural sea el surgimiento de empresas con alto grado de monopolización, lo cual limita el desarrollo de las fuerzas productivas (la relación capital/trabajo tiende a aumentar) y subsecuentemente se tienden a elevar los precios de los productos limitándose así la capacidad de ahorro y por lo tanto de inversión.

En lo referente al alto grado de monopolización que presentan la mayor parte de los países capitalistas Lenin afirma que:

> "Cada nueva empresa que quiere mantenerse al nivel de las empresas gigantescas, creadas por la concentración representa un aumento tan enorme de la oferta de mercancías, que su venta lucrativa es posible solo a condición de un aumento extraordinario de la demanda, pues, en caso contrario, esa abundancia de productos rebaja su precio a un nivel desventajoso para la nueva fábrica y para las asociaciones monopolistas". (1)

---

(1) LENIN., V. I.. Op. Cit.., p. 17

Se obliga entonces a que las nuevas empresas se sometan a los monopolistas a menos que acepten arruinarse, ya que hemos de tener presente que en nuestros países la nueva empresa ha de competir con la calidad de los productos de las empresas ya establecidas, lo cual las hace mas costosas, o bien, tendrá que adquirir los royalties, marcas, patentes y tecnología siendo necesarias enormes sumas de capital que tendrá que ser suministrado por alguna de las instituciones financieras. Entonces, la competencia extranjera impide que la industrialización en estos países pueda ser rentable, incluso, los mismos bancos por lo general estrechamente vinculados con las grandes empresas extranjeras, limitan sus actividades de financiamiento a determinados sectores o empresas para no hacerles competencia a aquellos que de una u otra forma están vinculados a sus intereses. (1)

Como hemos podido observar, son muchos los factores que han determinado el escaso desarrollo alcanzado por la mayoría de las Bolsas de valores en cuanto a aumentar la liquidez de sus mercados de capitales, no llegando a desempeñar un papel importante tampoco, en la

---

(1) AMIN., Samir. Op. Cit., p. 461 y siguientes.

movilización y canalización de los recursos financieros.

Las contínuas oscilaciones manifestadas en los precios de las acciones reflejan en cierto grado, las condiciones generales del mercado, y consideramos que las perspectivas actuales de expansión resultan bastante inciertas para la mayoría de los países latinoamericanos.

CAPITULO II

CONDICIONES DE LA ECONOMIA PANAMEÑA PARA EL ESTABLECIMIENTO DE UNA BOLSA DE VALORES

2.1. CONDICIONES GENERALES DE LA ECONOMIA PANAMEÑA:

Las características que presenta la economía panameña reflejan una gran similitud con las que se observan en el resto de los países subdesarrollados, los cuales necesitan de una considerable cantidad de inversiones en infraestructura y reorientar y canalizar su economía hacia actividades productivas para el desarrollo del país.

A partir de 1960, se observa en la economía panameña un crecimiento anual promedio del 8%, que la coloca entre una de las economías latinoamericanas de mayor y mas rápido crecimiento. Esto se debió a un incremento dado en la exportación de bienes y servicios (*) -específicamente en las exportaciones de bananos, productos derivados del petróleo, camarones y posteriormente el azúcar de caña- y a una serie de inversiones realizadas por parte del sector público y privado que llegan a traducirse en proyectos de considerable envergadura y que estimulan el desarrollo interno del país. El cuadro que presentamos a continuación, nos muestra la creciente tendencia de las inversiones brutas realizadas por el sector público y el sector privado.

(*) Véase Anexo B, Gráfica #2.

Cuadro # 1

INVERSION BRUTA TOTAL DESGLOSADA EN SECTORES, AÑOS: 1967 a 1974

(En millones de balboas)

	1967	1968	1969	1970	1971	1972	1973	1974(P)
Inversión Bruta Total.....	158.5	180.1	205.5	242.2	276.0	333.3	315.8	254.2
Sector Público.....	26.2	31.1	41.8	58.8	59.6	80.8	76.9	92.9
Sector Privado.....	132.3	149.0	163.7	183.4	216.4	252.5	238.9	161.3

(P) Cifras Preliminares.

Fuente: Dirección de Estadística y Censo, Contraloría General de la República. Serie "c" Ingreso Nacional, Años 1967-1974.

El sector público procede a la ampliación de la red vial y de transporte, a la construcción de escuela, hospitales -Policlínica Especial del Hospital General del Seguro Social- y obras de infraestructura indispensables para impulsar el crecimiento del país, tales como la Hidroeléctrica del Bayano, el Ingenio La Victoria en Santiago de Veraguas, el Aeropuerto Internacional de Tocumen, proyectos relativos a las Agroindustrias y puertos pesqueros. Por su parte, las inversiones privadas se efectuan en un principio en base a la adquisición de equipo de transporte y comunicaciones, maquinarias y en el incremento de inventarios para luego concentrarse significativamente en el sector construcción, básicamente en lo referente a viviendas, edificios comerciales, de oficinas y edificios industriales. Se aprecia también, un aumento considerable en la producción manufacturera manifiesta al compararse el producto generado en 1960 en este sector, correspondiente a B/.40.9 millones, con respecto al obtenido en 1970 el cual significó un monto de B/.153.6 millones. (1)

---

(1) Las cifras estan expresadas en balboas en 1960, por lo que reflejan el incremento en término reales. Investigación y Desarrollo, S. A., Visión de la Economía Panameña, expresamente preparado para la APEDE, Panamá, 10 de marzo de 1975. Mimeo,. p. 2-3.

Pero este dinamismo en este sector no podría estar solamente justificado por la diversificación de la producción que conlleva a la realización de inversiones en nuevas industrias, sino que impera -debido a la composición del tipo de financiamiento otorgado por el sistema bancario- la ampliación de las instalaciones ya existentes buscando en esta forma incrementar la producción.(*)

El país presenta una gran amplitud en cuanto al comercio internacional y además, se crean al interno una serie de condiciones que ubican a Panamá como punto atractivo dentro del sistema capitalista mundial, generando así un gran poder de atracción sobre los bancos extranjeros. Algunas de estas condiciones son, la ausencia de controles monetarios, la amplitud de las leyes para sociedades anónimas, la exención del impuesto sobre utilidades obtenidas fuera del país, la existencia de altas tasas de interés y un bajo nivel de inflación. Todas estas prerrogativas los impulsa a incorporarse al sistema financiero panameño para gozar de tales exenciones, pero relativamente podríamos decir

---

(*) En el Anexo A, cuadro #4, proporcionamos una idea del comportamiento del valor bruto de la producción de algunos productos manufacturados en la República, y que han sido consecuencia de la expansión o de nuevas inversiones e instalaciones en empresas panameñas.

que pocos son los recursos que se canalizan dentro del mercado interno y por lo general, el grueso de estos recursos son orientados muy particularmente al sector comercial, que se ha presentado siempre como el mas dinámico y el generador de altos márgenes de ganancias.

Por otro lado, se presentan una serie de coyunturas determinantes del "boom" financiero logrado a partir del 2 de julio de 1970, fecha en que se lleva a efecto la nueva ley bancaria, que además de garantizar solvencia a los depositantes, regula las actividades bancarias, estableciendo la ausencia de cargas tributarias y controles oficiales sobre los depósitos consignados al sistema y crea la Comisión Bancaria Nacional. Aunado todo ésto, a ciertos precedentes, tales como, el acuerdo monetario entre Panamá y Estados Unidos en 1904, el cual permite la circulación del dólar y el cual es posteriormente reforzado por el Artículo 214 de la Constitución de 1946 y por el Artículo 231 de la Constitución Política de la República de Panamá en 1972, la cual expresa que "...No habrá en la República papel moneda de curso forzoso" es por lo que Panamá se da a conocer como un lugar atractivo para la actividad bancaria.

Se empieza así a desarrollar Panamá como un Centro

Bancario Internacional, y en cierta medida, podríamos decir que se da una ampliación del mercado de capitales panameño, constituído de la siguiente forma: (*)

1. Sistema Bancario
   - 1.1. Banca Comercial
   - 1.2. Banca Hipotecaria
2. Sistema No Bancario
   - 2.1. Instituciones Oficiales de Fomento
     - 2.1.1. Banco de Desarrollo Agropecuario
     - 2.1.2. Banco Hipotecario Nacional (Sistema Nacional de Ahorro y Crédito)
   - 2.2. Compañías de Seguros
   - 2.3. Compañías de Capitalización
   - 2.4. Compañías Financieras
   - 2.5. Compañías de Fondos Mutuos
   - 2.6. Cooperativas de Ahorro y Crédito

Y decimos, en cierta medida, porque la mayor parte de los bancos incorporados al sistema son básicamente comerciales. De esta manera, mientras que en 1963 operaban solamente 7 bancos, al mes de diciembre de

---

(*) Esta clasificación fue obtenida en la Comisión Bancaria Nacional, como esquema realizado por ellos mismos.

1975, 66 bancos (incluídos la Caja de Ahorro y el Banco Nacional de Panamá) fueron autorizados por la Comisión Bancaria Nacional: 44 con licencia general; 18 con licencia internacional; y 4 con licencia de representación. (1)

Este gran auge bancario, así como el rápido crecimiento económico observado en el país, condujo a la formulación de la hipótesis de que en Panamá debería tratar de organizarse un Mercado de Valores que culminara en el establecimiento de una bolsa local inicialmente, y de carácter internacional, una vez se hubiese alcanzado un alto grado de liquidez en la primera, para poder constituír en verdad un Centro Financiero Internacional a cabalidad. El Licenciado José Guillermo Aizpú define a éste último de la siguiente manera:

> "Entiendo que un Centro Financiero Internacional, en su forma mas desarrollada debe estar constituído por los siguientes elementos: 1. Un número crecido de instituciones bancarias, incluyendo entidades originarias de diversos países. 2. Un significativo quantum de recursos financieros procedentes tanto del país sede como del resto del mundo. 3. Un comple-

---

(1) COMISION BANCARIA NACIONAL. El Mercado de Capitales en Panamá . XII Reunión de Técnicos de Bancos Centrales del Continente Americano, Uruguay, 2 al 8 de Noviembre de 1975, Mimeo. pg. 22.

> jo dinámico de operaciones crediticias internas y externas de consideración. 4. Una Bolsa de valores en la que se transe y se comercialice activamente con títulos internos y del sector externo."(1)

De allí que se proceda en 1970 a promulgar el Decreto de Gabinete #247 que sentaba las bases para controlar, reglamentar y proteger a los inversionistas en los aspectos bursátiles y creó la Comisión Nacional de Valores como la entidad reguladora de las mismas.

En la década del 70, se da una significativa desaceleración en el ritmo de crecimiento de la economía, cuyo promedio para los primeros años de la década fue de 6.4%. (Véase Anexo A, cuadro #5)

La inflación que tuvo origen en el mundo industrializado, genera al interno una serie de problemas específicos, tales como son la elevación en los precios internos del sistema, debido a la inestabilidad en el valor de venta de las exportaciones de bienes primarios, y el aumento en el precio de las importaciones de productos provenientes de los países desarrollados. Se agudiza entonces el desequilibrio de la Balanza de Pa-

---

(1) Palabras pronunciadas por el Lic. José Guillermo Aizpú, al inaugurar en su condición de Ministro de Hacienda y Tesoro en Abril de 1972, la VII Conferencia Anaul de Ejecutivos de Empresas. CADE-72, PANAMA, CENTRO FINANCIERO INTERNACIONAL.

gos, al repercutir en ésta el drenaje dado por el intercambio comercial con el exterior, ya que se incrementan sustancialmente en el país, los pagos que han de realizarse, sin una compensación correspondiente en cuanto a los ingresos que se reciben. Además, para 1974 el déficit corriente total se ve aún mas agudizado, al crecer las importaciones más rápidamente que las exportaciones, tal como podemos observar en el cuadro # 2 que aparece en la siguiente página.

Todas estas coyunturas inciden significativamente en la economía panameña produciendo presiones inflacionarias y recesionistas. Remitiéndonos nuevamente al cuadro #5 que aparece en el Anexo A, podemos observar la rápida disminución del crecimiento porcentual anual que se registra en el sector secundario, debido por una parte a ciertos problemas crediticios surgidos por la saturación de ciertas partes del mercado de la construcción, así como por una contracción de la inversión privada en la industria, la cual es explicada por Investigación y Desarrollo, S.A. (INDESA) como consecuencia de:

> "i) Falta de alternativas de inversión en ciertas ramas por el agotamiento de posibilidades de sustitución de importaciones, que hasta el presente habían

Cuadro # 2

CUENTAS DE MERCANCIAS, SERVICIOS Y TRANSFERENCIAS DE LA BALANZA DE PAGOS, AÑOS: 1973-1974.

(En millones de balboas)

	1973	1974
A. Mercancías		
Exportaciones	159.5	231.9
Importaciones	455.4	741.4
Saldo	-295.9	-509.4
B. Servicios		
Exportaciones	393.7	509.2
Importaciones	226.0	272.9
Saldo	167.7	236.3
C. Transferencias		
Ingresos	21.6	23.1
Egresos	21.2	24.8
Saldo	0.4	- 1.7
DEFICIT CORRIENTE TOTAL	-127.8	-274.8

Fuente: Dirección de Estadística y Censo. Contraloría General de la República.

sido el principal campo de desarrollo del sector manufacturero, (por ejemplo, la industria alimenticia y de confección de ropa).

ii) Falta de definición adecuada y estable de una política de industrialización.

iii) Restricciones a la inversión, principalmente aquella que requiere un mayor plazo de maduración."(1)

Pero aún así, el sector construcción, cuyo auge se ha visto gravemente disminuído, ha crecido en 1974 a la tasa de 4.1% que es aún mayor que el crecimiento porcentual del Producto Interno Bruto para el mismo año. El comercio, aunque presenta un ritmo de crecimiento menor que en años anteriores su valor agregado para 1974 presentaba también una tasa de crecimiento superior al del conjunto de la economía, 5.2%. Pero éste se ha visto fuertemente afectado porque el proceso inflacionario ha deteriorado la capacidad de pago de los consumidores y compradores.

Debemos tener presente también, que el Producto Interno Bruto a precios del mercado, en cuanto a la Banca y Seguro aumentó de 34.8 millones en 1970, a 59.9 millones en 1974, ejerciendo beneficios directos en los niveles de ocupación, aumentando los ingresos corrientes

---

(1) INVESTIGACION Y DESARROLLO S.A.. Op. Cit.,p.3.

del gobierno en función del impuesto sobre la renta y las otras deducciones que deben pagar, tanto los empleados nacionales, como los extranjeros.

Para 1975, (Véase Anexo A, cuadro #6) a pesar de que se ha dado un incremento en el monto de planillas pagadas, la recesión motiva un cierto desempleo laboral -que aumenta la capacidad ociosa- disminuyéndose la demanda efectiva y las ventas se ven disminuídas, mermándose en esta forma las ganancias de los empresarios.

La recesión dejó con grandes problemas de liquidez a las empresas panameñas, muchas de las cuales se vieron forzadas a cerrar sus puertas, porque sus costos operativos y la restricción del crédito bancario agudizaron su situación crítica. Al respecto se nos informa que: "....las inversiones del sector privado han estado estancadas en los últimos años y gran parte de las que se han venido realizando se han orientado hacia los bienes raíces, que no tienen caracter de inversión reproductiva. Mientras, la inversión privada reproductiva ha estado estancada, ha ido aumentando la población y el ingreso nacional, y se ha ido desgastando la capacidad instalada. Esa perspectiva se ha visto, además ampliada por la recesión reciente que ha dejado fuera de com-

petencia a múltiples empresas. Igualmente, actúa como un factor eventualmente positivo los cambios en la estructura y los niveles de precios del mercado internacional y de los fletes y seguros internacionales. También se puede esperar que se haya producido una disminución en los inventarios de las empresas, como consecuencia del proceso de recesión que ha llevado a disminuír los volúmenes de producción de las empresas. Cuando éstos lleguen a sus niveles mínimos, las órdenes para su reabastecimiento deben tener un efecto estimulante de la producción."(1)

Para contrarrestar en gran medida la falta de inversiones por parte del sector privado, la política del gobierno se ha orientado hacia una serie de inversiones públicas que tienden a inducir un importante y necesario dinamismo en la economía panameña. De esta forma, trata de incorporar al resto de los sectores productivos momentaneamente paralizados, disminuír el nivel de desempleo y elevar nuevamente el Producto Interno Bruto. Estas inversiones están siendo en gran parte financiadas a través de organismos internacionales, tales como la

---

(1) INVESTIGACION Y DESARROLLO, S.A.. La Diligencia - Informativo Económico, No. 11. Banco Continental afiliado a Wells Fargo Bank, Panamá, Enero 1976, pg. 3.

Agencia Internacional para el Desarrollo, el Banco Interamericano de Desarrollo, el Banco Mundial..., incrementándose en gran medida nuestro endeudamiento con el exterior. Pero este hecho, tendría que ser analizado dentro de una perspectiva dinámica y a largo plazo, para ver en que medida la política de endeudamiento asumida podrá ser cubierta al obtenerse tasas de retorno aceptables en estas inversiones o si bien este procedimiento podría conducir a la estrangulación de nuestra economía.

2.1.1. Estructura Financiera

Partimos de la premisa de que el dinero representa las relaciones sociales de producción determinadas, que responden a un modo de producción, en nuestro caso capitalista. Desde aquí podemos apreciar como la moneda utilizada como de curso forzoso y legal refleja el nivel de integración alcanzado por Panamá en el Mercado Mundial.

El dólar, moneda de valor intrínseco mundialmente aceptada, es uno de los pilares sobre los que descansa el Centro Bancario Internacional que actualmente funciona en Panamá y cuya función es facilitar las transferencias de capitales monetarios -que por lo general son excedentes que necesitan ser invertido productivamente