

INGENIERÍA FINANCIERA DE LA PRIVATIZACIÓN

CARLOS PALOMINO SELEM*

RESUMEN

Este artículo tiene por objeto presentar los criterios del análisis financiero, incorporando el instrumental requerido por la innovación financiera que se ha producido en ese mercado, particularmente en su segmento conocido como Mercado de Capitales, donde las empresas estatales se han valorizado y privatizado.

I. Introducción

En la década de los noventa, la privatización de empresas estatales se convirtió para el Perú en un tema de importancia política y económica. Esta experiencia ha sido valiosa, entre otras cosas, porque condujo nuestra atención hacia el análisis financiero de las empresas en general, tema que venía concitando poco interés en quienes estudiaban las finanzas, como consecuencia de su menor empleo para fines de realización de los negocios. En la actualidad, bajo un escenario distinto producto no sólo de la privatización sino de profundizar el desarrollo de la economía de

mercado el tema ha tomado vigencia. El presente documento tiene como propósito mostrar el esquema de análisis financiero de la privatización incorporando el instrumental propio de la innovación financiera producida en el mercado de capitales peruano; para ello este artículo consta de tres partes. Una primera, donde se muestran las variables relevantes de tipo macroeconómico que influyen en el flujo de capitales internacionales; la segunda parte, realiza una discusión analítica acerca de la validez del instrumental de análisis financiero apropiado para estudiar empresas en general y, en particular, las que buscan financiamiento en el mercado de capita-

** Economista. Magister en Administración. Profesor de la Facultad de Ciencias Económicas de la UNMSM. E-Mail: d210078 @unmsm.edu.pe*

les. En esta parte no nos restringimos únicamente al debate en torno a ratios convencionales del análisis de los estados financieros de la firma; sino a la problemática de encontrar indicadores y métodos que nos ofrezcan información sobre el estado de las compañías. Finalmente, en la tercera parte, realizaremos una presentación de casos sobre empresas privatizadas, mostrando la validez de los planteamientos vertidos en la segunda parte.

II. Variables que Determinan el Flujo de Capitales Internacionales

Dentro del ámbito de los negocios en general¹ el concepto de *riesgo*² ha venido ocupando la atención de inversionistas y colocadores de fondos. El riesgo, como se entiende en la teoría financiera³, se encuentra constituido por un riesgo de mercado y otro de tipo diversificable, este último eliminable por el hecho mismo de la diversificación. Podemos entender el riesgo de mercado, como un sinónimo cercano del llamado *riesgo país*, que engloba factores de tipo económico y no económico. La rentabilidad que buscan los inversionistas es la que pretende cubrir y sobrepasar dicho riesgo.

En términos formales es como sigue:

$$Re = i + \beta*(Rm - i) \quad \text{--- (1)}$$

Re es la rentabilidad mínima exigida de acuerdo al riesgo de mercado

dado por el término $i + \beta*(Rm - i)$, el cual viene a ser la expresión del riesgo de mercado; siendo Rm , la rentabilidad del mercado; i , la tasa de interés libre de riesgo y “ β ” el factor beta⁴ que expresa el riesgo de portafolio representativo para este mercado⁵. Si bien la expresión (1) resulta válida sólo para mercados de capitales con eficiencia fuerte⁶, esto nos ofrece el marco conceptual para el entendimiento del riesgo. $Rm - i$ es la prima de riesgo para todo el mercado; y “ β ” el factor de riesgo para cada uno de los sectores; por lo tanto, el modelo pondera el riesgo de mercado de acuerdo al riesgo del sector, de allí el concepto de riesgo equivalente. Si $\beta = 1$, el factor de riesgo de dicho sector, es similar al de mercado y la rentabilidad mínima que se exige a dicha inversión es: Rm , la rentabilidad de mercado; si $\beta > 1$ la rentabilidad de dicho sector o portafolio es mayor a la de mercado y; por ende, la rentabilidad exigida debe ser mayor para dichas inversiones; en caso de que $1 > \beta > 0$ corresponderían a portafolios cuyo rendimiento nos llevarían a pensar en inversiones cuyo rendimiento son menores a las de mercado, situación aceptable sólo en el caso de que la economía ingrese a una situación de crisis.

Partiendo de este modelo, se encuentran lo que denominamos las variables fundamentales de la economía del país, las cuales son para los analistas de inversiones las variables macroeconómicas. Para el presente texto resulta pertinente precisar las variables relevantes macroeconómicas a tomar en consi-

deración. En esta parte, considero importante señalar que dichas variables son de base; es decir, que afectan el riesgo, pero no significa que son determinantes del flujo de capitales hacia un país. El debate sobre flujo de capitales es particularmente complejo y la percepción que se tenga sobre sus determinantes se ve enriquecida por acontecimientos relativamente recientes como el “efecto tequila”, la crisis asiática, los problemas de deuda pública en Rusia y Brasil.

Trabajos recientes como el de Froot, O’Connell y Seasholes (1999)⁷, el mismo que cubre el espacio de tiempo de estos acontecimientos desde 1994 hasta 1999 concluye que los flujos de capitales internacionales no están relacionados tan estrictamente con el comportamiento de dichos fundamentales y, más bien, muestra correlación significativa con las expectativas respecto a las tendencias que sigue el movimiento de la economía internacional en lo que res-

pecta a los tipos de interés o la inflación; no en las economías locales de los países sino de la economía mundial. Como se expresa en el medio de la banca de inversión, el flujo dependerá de lo atractivo que hagamos la inversión en determinados sectores respecto a lo que acontece a nivel mundial.

Volviendo a los fundamentales, un estudio del Banco Mundial hace referencia a los determinantes de los flujos de capitales internacionales. Estos factores, en términos económicos, corresponden a las variables siguientes:

- Crecimiento de la Inversión respecto al Producto Bruto Interno (PBI).
- Volatilidad del Tipo de Cambio Real(TCR)
- Crecimiento de la Inversión en Exportaciones respecto al PBI.
- Variación de la Balanza Comercial respecto al PBI.

Cuadro N° 1
Indicadores Macroeconómicos de los
Principales Receptores de Capital Privado
(en Porcentajes)

Países Receptores	Variación TCR (1)	Variación Inversión/PBI (2)	Flujo de Capitales Privado L.P. (3)
Malasia	-1	7.6	9.4
Chile	1.8	3	4.9
China	-12.5	1.9	5.0
Países No Receptores			
Perú	10.4	-4.0	1.3
Argentina	12.2	-1.8	3.0
Polonia	9	-11.2	1.0

(1) De 1990 a 1994

(2) De 1990 a 1993 frente a 1985 a 1989. Se ha medido a partir de términos nominales.

(3) De 1990 a 1993. Se ha medido en términos relativos en relación al PBI.

Fuente: Dadush U. & M. Brahmhatt (1995).

En el cuadro N° 1 mostramos los resultados de dicho trabajo, en este sentido la evidencia muestra una estrecha correlación entre flujo de capitales del exterior y las mencionadas variables; en efecto, el flujo resulta mayor cuanto mayor es el valor de la inversión dentro de su participación en el PBI y, particularmente, cuando esta inversión se orienta hacia la producción de bienes dirigidos al mercado internacional. Hoy existe consenso dentro de las gerencias de la banca de inversión y los economistas que la *inversión privada* no sólo tiene efectos importantes en el largo plazo a través de su impacto en la tasa de crecimiento del PBI, sino que reviste particular importancia en el corto plazo y esto se debe a que posee un carácter anticíclico, es decir estabilizador, dependiendo de la modalidad en que ésta ingresa a un país. En este sentido, la *inversión privada* se convierte en una variable relevante para el equilibrio del sistema económico⁸.

Nos referimos particularmente a la *inversión directa extranjera*, la inversión en activos tangibles proveniente de no residentes en el país. En las últimas crisis, cuyo perfil se ha caracterizado por “shocks” cambiarios o drásticas elevaciones en los tipos de interés (caso del Brasil) seguido de un proceso de contracción económica, las economías que se han visto menos afectadas han sido aquellas en las cuales el flujo de capitales internacionales se han colocado en términos de inversión en activos tangi-

bles con fines de producción transable o servicios hacia el exterior. La explicación se encuentra en que esta inversión no se constituye en divisa para fines de lo que se denomina “especulación”, sino que trae consigo dos efectos. Uno es que refuerza la demanda agregada compensando el impacto recesivo que ha seguido a los shocks externos, el otro es que la divisa que ingresa dentro del circuito de la producción y comercialización se dirige a la exportación, reduciendo el riesgo de cambio por su impacto en la balanza comercial.

La *volatilidad*⁹ tipo de cambio real como lo mencionan algunos expertos¹⁰ es variable determinante para tomar las decisiones de inversión en el sector exportador. En efecto, el tipo de cambio real es un criterio para evaluar la rentabilidad real de las exportaciones; por consiguiente, la estabilidad de ésta permite un grado de confianza en dirigir inversión hacia el sector. La evidencia empírica indica que los países con poca volatilidad en sus tipos de cambio real son países con trayectoria exportadora y ha sucedido lo contrario con aquellos que han presentado alta volatilidad en éste.

III. Indicadores Financieros para el Análisis Financiero de Empresas

En esta parte incorporamos el cambio de enfoque respecto al tratamiento tradicional que se ha venido dando al

análisis financiero en el contexto peruano.

Los indicadores son un tema que guarda bastante semejanza con lo que acontece en las ciencias de la ingeniería o la medicina. En efecto, el problema consiste en encontrar aquel o aquellos que mejor expresan la situación o cuadro¹¹ que vienen atravesando las compañías; por tanto, no es necesario hacer referencia a todas las razones o ratios financieros. Por ejemplo, el valor del *Ingreso por Ventas*, que se registra en los estados resultados, ha sido por un tiempo un indicador de relevancia para el caso de las empresas de la industria minera, debido a que éste era un determinante importante de su utilidad y, por ende, del valor que toma la cotización de sus acciones en el mercado¹². Dentro de las tendencias que se experimentan al interior de esta industria, como es en el caso del cobre, como consecuencia de su sustitución por la fibra óptica; o del oro, por la decisión de los Bancos Centrales de Europa de realizar sus reservas en oro, el ingreso por ventas ha pasado a ser un indicador de primer orden para dejar su sitio a los *Costos de Producción* como principal indicador financiero, por lo menos en las firmas de estos dos segmentos de la industria minera. Se piensa que las compañías mineras en cobre u oro que estarán en mejor posición son aquellas que consigan mayores reducciones en sus costos de producción.

Otro ejemplo acontece asimismo con el sector telecomunicaciones; en éste el comportamiento de los ingresos por ventas, también expresa el dinamismo del sector y sus empresas. En efecto, éste debe su atractivo a la innovación alcanzada en el producto, la profundización en el consumo y la diversificación de bienes y servicios; pero, también en el poder adquisitivo de la población para mantener¹³ un medio de comunicación en su propiedad. Las compañías telefónicas más cotizadas en el mercado son aquellas que han avanzado en estos aspectos y ello se refleja en el comportamiento de sus ventas y su utilidad.

De otra parte, indicadores aprendidos dentro del análisis financiero tradicional, como son Deuda de Largo Plazo (L.P.) / Patrimonio y Deuda L.P / Total Activo, se consideran de relevancia, sobre todo cuando la firma busca socios para mejorar cualitativamente su performance¹⁴.

Partiendo de este marco conceptual, el análisis financiero ha incorporado dos tipos de indicadores. Primero, los que muestran de forma más exacta los resultados que la empresa alcanza producto de su eficiencia operativa y, segundo, aquellos que se refieren a la valorización de ésta.

III.1 Indicadores de Rentabilidad

Dentro de los ratios que expresan la calidad de los resultados se halla el

$$\left(\text{Utilidad de Operaciones} + \text{Gastos de Depreciación} \right) / \text{Número de Acciones} \quad \text{--- (2)}$$

Donde el numerador es una expresión del ingreso de fondos que proviene de su operación. Por tanto, el cociente muestra el resultado operativo por acción; el mismo que se debe interpretar como un valor aproximado de la eficiencia operativa por acción o rentabilidad económica por acción; toda ella “limpia” de los gastos financieros que resultan de la gestión financiera y no de la eficiencia intrínseca al proceso de producción y comercialización; y de los impuestos de tercera categoría, determinados de forma exógena a la firma. En general, los ratios o razones financieras que tienen que ver con la utilidad por acción, como la utilidad neta por acción, tienen por lo menos alto grado de correlación con la valorización de la empresa y su cotización.

Finalmente, resulta pertinente mencionar que el numerador de la expresión (2), también manifiesta la capacidad de la firma para hacer frente al servicio de deuda; así, si la Utilidad Operativa > Servicio de Deuda, la capacidad de pagos se encuentra, con mayor probabilidad, garantizada por el excedente operativo de la firma.

EBITDA (utilidad antes de intereses e impuestos), este indicador se define de la forma siguiente:

III.2 Indicadores de Valorización

Este tipo de indicadores ha pasado a ser un tema en los libros de textos de finanzas corporativas¹⁵ en la parte referente a análisis financiero. Los indicadores de importancia son los siguientes:

- Valor de Empresa.
- Ratio Precio Ganancia (PER)
- Valor en Libros de la Acción (VL)

El *Valor de la Empresa (VE)* definido como:

$$VE = C + D \quad \text{--- (3)}$$

Siendo C la capitalización bursátil, igual a la cotización de la acción multiplicada por el número de acciones en circulación; y “D” el valor de la deuda financiera, deuda de largo plazo.

En un mercado de eficiencia fuerte¹⁶, donde el valor de la acción transmitiría información completa sobre las expectativas acerca del performance de la misma, este indicador serviría para

orientar las decisiones para inversión, compra o adquisición de empresas.

El PER definido de la forma siguiente:

$$PER = C / (U/\text{Número de Acciones}) \quad — (4)$$

Siendo U la utilidad neta del ejercicio y expresando C la cotización promedio anual, este indicador se interpreta como el periodo de recuperación de la inversión en acciones de la firma. Para compañías en crecimiento esta razón debe ser bastante baja alcanzando valores por alrededor de 5 años¹⁷.

El *Valor en Libro (VL)* definido por:

$$VL = PAT / \text{Número de Acciones} \quad — (5)$$

Siendo PAT el valor del patrimonio, resulta en un indicador que refleja el valor que se viene agregando por acción proveniente del resultado que se añade del ejercicio en cada año. Esto siempre y cuando se mantenga *ceteris paribus* el capital social y las reservas legales u otra cuenta de menor importancia.

En términos conceptuales, considerando la reserva legal igual a cero (dado que es un aspecto formal de la Ley de Sociedades), si los resultados acumulados se capitalizaran, entonces el valor proveniente del patrimonio por acción sería el valor que tomaría cada acción

producto de la eficiencia de la empresa; es decir, sería una “proxi” del verdadero valor de las acciones, dado que las utilidades vendrían en valor de mercado.

IV. Evidencia Empírica: Comentarios

Esta parte no tiene como propósito realizar un análisis de empresa, ni un análisis financiero a profundidad; lo que busca es probar la validez que tienen los indicadores financieros presentados en la parte III para transmitir información de carácter estratégico acerca de la situación de la empresa y tomar decisiones de inversión respecto a ella. En esta dirección, es que hemos tomado dos compañías privatizadas, una de ellas es Telefónica del Perú S.A. y la otra la Empresa Generadora de Electricidad de Lima EDEGEL S.A.

1. Caso Telefónica del Perú S.A.

Considerada como una importante experiencia en privatización, Telefónica resulta ser una empresa con poco dinamismo; esto no significa que el sector en el que se encuentra no sea rentable, incluso existe un consenso de que éste es un sector atractivo. El poco dinamismo a que nos referimos se expresa en el crecimiento de los *Ingresos por Ventas* (véase cuadro N° 2). Limpiando la serie del factor macroeconómico que corresponde al proceso de crisis que ha venido viviendo nuestro país desde mediados de 1997 expresado en la tasa de de-

Cuadro N° 2
Indicadores Financieros Relevantes para la Inversión y Financiamiento
Caso de Telefónica del Perú S.A.
1995-1998

INDICADOR	1995	1996	1997	1998
Crecimiento Ventas	46.70%	30.77%	24.15%	1.10%
Deuda L.P. / PAT	4.30%	9.30%	10.40%	53.50%
Deuda / Activo Total	3.10%	5.80%	6.10%	21.90%

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

Cuadro N° 3
Indicadores Financieros de Resultados y Rentabilidad
Caso Telefónica del Perú S.A.
1995-1998

INDICADOR	1996	1997	1998
EBITDA	8.08	9.72	7.0
Utilidad Neta /N. Acc.	0.4	0.47	0.4

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

Cuadro N° 4
Indicadores Financieros para Valorización de Empresa
Caso Telefónica del Perú S.A.
1995-1998

INDICADOR	1995	1996	1997	1998
Market Cap.	6,870,891	7,253,587	9,128,727	5,964,253
PER	9.43	12.15	12.95	13.71
Valor en Libros	1.59	1.95	2.24	1.83

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

crecimiento del PBI, las ventas y el comportamiento de sus resultados (ver cuadro N° 3) no hacen referencia a una compañía que despierte expectativas. El valor de los indicadores de utilidad no se discute por su valor o tamaño, sino por la tendencia que toman estos desde 1995 (después de la privatización de la firma en 1994) hasta hoy. Estos indicadores muestran un estancamiento y hasta

un retroceso, lo cual se debe, por un lado, a la economía peruana que no expresa una clara tendencia expansiva a mediano plazo respaldada en la dinámica de las reformas estructurales, perdiendo presencia en el portafolio de los inversionistas extranjeros. Por otro lado, el mercado peruano resulta estrecho y altamente concentrado, con una capacidad bastante restringida de consumo,

como consecuencia del nivel de sus ingresos disponibles.

Lo anterior se sustenta en las cifras mostradas en el cuadro N° 4, que expresa el desaliento de los inversionistas extranjeros por la adquisición de títulos de Telefónica del Perú en Nueva York¹⁸. Los indicadores expresan el bajo valor que se otorga a las acciones de Telefónica.

Agregando a los esfuerzos de Telefónica por imprimir competitividad a su organización, como es el caso del lanzamiento al mercado de productos como las modalidades de pre-pago (en celulares), para un mejor control de las llamadas por parte de la empresa y sus clientes, y de líneas como la 147 (para telefonía fija), pasando por los teléfonos populares y la reducción de costos de adquisición de líneas telefónicas (todo lo cual permite ampliar el mercado de Telefónica hacia segmentos de menores ingresos), la firma requiere hallarse dentro de un contexto que estimule el consumo de los servicios de telefonía. Este contexto es el impulso que dan las reformas estructurales, llegando incluso a medidas como la reducción de los impuestos indirectos como el Impuesto General a las Ventas, lo que mejoraría el ingreso disponible de los consumidores.

2. Caso Empresa de Generación Eléctrica de Lima (EDEGEL)

En lo que respecta a la industria de generación de electricidad, presenta dos indicadores importantes de su dinamismo. Uno es el ingreso por ventas, que resulta variable derivada del comportamiento del PBI; el otro, que expresa su propia eficiencia operativa, es el costo de producción de energía. De acuerdo al cuadro N° 5 esta última variable ha experimentado una reducción importante desde su privatización. A pesar de ello, la utilidad neta por acción casi se ha estancado (véase cuadro N° 6) lo que se debe al comportamiento de los ingresos por ventas que tiene que ver con el desenvolvimiento del nivel de actividad económica. Estos argumentos explican el comportamiento de los indicadores de valorización de la empresa, con una capitalización bursátil baja, como se muestra en el cuadro N° 7.

Resulta muy posible que el efecto de los ingresos sea mayor a los costos en la utilidad de la empresa, por tal razón la preferencia de los inversionistas por mantener acciones de dicha empresa en su portafolio no es de importancia. Sería una hipótesis importante investigar si este es el motivo por el cual en la legislación de éste tipo compañías de servicios públicos, el debate se centra en la política de precios y su administración. Es decir, cómo se deben fijar los precios y estimular la competencia, evitando prácticas monopólicas, la no

Cuadro N° 5
Indicadores Financieros Relevantes para la
Inversión y Financiamiento
Caso de EDEGEL S.A.
1995-1998

INDICADOR	1995	1996	1997	1998
Crecimiento Ventas	13.60%	4.03%	8.20%	-16.24%
Cost. Produc/Ventas	0.56	0.39	0.37	0.13
Deuda L.P./ PAT	0.06	0.06	0.21	0.27

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

Cuadro N° 6
Indicadores Financieros de Resultados y Rentabilidad
Caso de EDEGEL S.A.
1996-1998

INDICADOR	1996	1997	1998
Utilidad Neta /N. Acc.	0.081	0.07	0.073

Valores proyectados

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

Cuadro N° 7
Indicadores Financieros para Valorización de Empresa
Caso EDEGEL S.A.
1995-1998

INDICADOR	1995	1996	1997	1998
Market Cap.	-	1,139,549	970,397	685,510
PER	-	15.59	15.02	10.24
Valor en Libros	-	1.95	1.21	1.31

Fuente: Vademecum Bursátil; Bolsa de Valores de Lima; varios años.
Elaboración propia.

transparencia de la información que éstas transmiten a sus usuarios en la facturación o la poca equidad que se asume en el tratamiento que da el Estado a los consumidores.

Conclusión

En términos sólo económicos, las variables que componen los fundamen-

tales de la economía, dentro de ellas la inversión en activos tangibles, son variables que permiten establecer el nivel de riesgo país; pero, sólo sirven para ello las variables que explican el flujo de capitales internacionales, no sólo se limita al perfil que tomen estos fundamentales. Estos pueden servir para ofrecer cierta garantía para una llegada de capitales, pero eso no basta; es preciso crear

condiciones para hacer que los sectores de actividad económica sean atractivos para los inversionistas extranjeros. Pueden ser de tipo tributario, pero también ubicarse con mayor énfasis en la organización industrial que se construya. Por tal motivo, es necesario tener cuidado, porque ello nos puede llevar a prácticas de mercado que no fomenten la competencia, la transparencia y la equidad, trayendo así problemas con los que deben ser los beneficiarios finales: los consumidores.

Un punto relevante en el plano conceptual viene a ser la necesidad de identificar los indicadores que mejor expresan la situación de la firma, aquí no existen recetas, ni es una tarea mecánica la de aplicar siempre la misma tabla de ratios y razones; ésta, más bien, es una labor que nos lleva un tiempo importante en nuestro trabajo que es necesario invertir.

NOTAS

- ¹ En el ambiente académico, el concepto de riesgo también se ha venido tomando con mayor consideración; la enseñanza de los modelos de portafolio en los cursos del pregrado y graduados expresa la importancia del concepto.
- ² Para fines de nuestro análisis no buscamos ir contra la opinión, ni omitir o desconocer la literatura acerca de la relevancia actual que toma el concepto de **incertidumbre**, término más cercano a lo que hoy se experimenta en nuestra realidad. Eventos como las recientes crisis, específicamente, la asiática, el problema en Brasil y Rusia son sucesos no anticipados con claridad y donde

la base informacional es un factor que no permite predicción alguna; esto nos remite al concepto de incertidumbre. Para una lectura a profundidad sobre la importancia de éste término remítase a Drucker (1996).

- ³ Véase Brealey & Myers (1994)
- ⁴ Para un modelo de un solo factor.
- ⁵ Beta es un indicador de riesgo bastante sofisticado, puesto que relaciona la variabilidad del sector vinculándola con la variabilidad del mercado. Se define como sigue:

$$B = \text{Covarianza}(R_j, R_m) / \text{Varianza}(R_m);$$
para R_j la rentabilidad "R" en el sector "j".
- ⁶ La definición de eficiencia fuerte proviene de Fama (1991), para el cual un mercado de valores que presenta eficiencia fuerte debe cumplir con el modelo autoregresivo siguiente: $P_t = P_{t-1} + e_t$; siendo «P» el precio del título, E el operador de valor esperado de la distribución de errores "e" en el momento "t": $E(e_t)$. Donde se deben cumplir las condiciones siguientes: $E(e_t) = 0$, la Varianza de $(e_t) = \overline{\sigma}$, la covarianza de $E(e_{t-1}) * E(e_t) = 0$, y que además la función de densidad de "e" sea una normal (N): Ne.
- ⁷ Aparecido en un working paper de la Escuela de Negocios de Harvard, forma parte de un debate en torno a los flujos de capitales internacionales hacia las economías emergentes que viene desde comienzos de la década de los noventa a raíz de la realización de las reformas estructurales en la región.
- ⁸ Hacia la década de los sesenta, el debate entre Keynesianos y Monetaristas hacía referencia al carácter estabilizador del gasto y la inversión pública, hoy este rol de estabilizador del gasto y la inversión parece pasar nuevamente a ser responsabilidad del sector privado.
- ⁹ La volatilidad se define como la varianza o la desviación estándar del tipo de cambio, en este caso real.
- ¹⁰ Es el caso de Arnold Harberger.
- ¹¹ Análogo al concepto de cuadro clínico.
- ¹² El trabajo de Cáceres y Nagamine, aunque realizado para los años ochenta, sobre la

relación entre cotización de las acciones y los ingresos obtenidos por la industria minera, sirve para apoyar nuestra apreciación.

- ¹³ No decimos 'comprar' dado que el costo de adquisición se ha reducido de forma significativa.
- ¹⁴ Una prueba de ello es el caso de la Corporación Graña & Montero (GyM).
- ¹⁵ Un ejemplo de ello es el texto de R. Brealey & S. Myers: *Principios de Finanzas Corporativas*, 1987.
- ¹⁶ El concepto se encuentra en *Fama (1991)* y se refiere a aquellas acciones que poseen profundidad en el mercado; es decir, una frecuencia de negociación de 100% y un gran número de transacciones por día para formar cotización.
- ¹⁷ Por ejemplo, la *Guía de Euromoney para 1993*.
- ¹⁸ Donde se negocian los ADR de la firma. Los ADR son certificados que se negocian en la Bolsa de Nueva York y representan un paquete de acciones de compañías no residentes en Estados Unidos.

BIBLIOGRAFÍA

- BOLSA DE VALORES DE LIMA: Vademecum Bursátil*, varios años.
- BREALEY, R. & MYERS, S.; 1994: *Principios de Finanzas Corporativas*; McGraw Hill Hispanoamérica; Cuarta Edición México D.F.
- DADUSH, U. & BRAHMBHATT, M.; 1995: *Cómo prevenir el cambio de dirección de los flujos de capitales*; *Finanzas & Desarrollo*; Diciembre; Vol. 32, N. 4.
- DRUCKER, Peter; 1996 *La Administración, La Organización basada en la información, La Economía y La Sociedad*; Grupo Editorial Normas; Bogotá.
- EUROMONEY INSTITUTE; 1993
- FAMA, Eugene; 1991: "Efficient Capital Markets II"; *Journal of Finance*; Vol. 46, N.5
- Guide Euromoney*; Inglaterra; Reino Unido.
- FROOT, K; O'CONNELL, P. & M. SEASHOLES; 1999: *The Portfolio Flow of International Investor*; Working Paper Agosto; Harvard Business School.

Carl SPITZWEG: *El Poeta pobre*

