

EL IMPACTO DE LA POLÍTICA FISCAL EN LA INVERSIÓN BURSÁTIL: EL CASO DE CEMEX

Isaías Mireles Vázquez*

69

Resumen

En este trabajo se estudia el efecto que la política fiscal tiene sobre la inversión bursátil, en este caso el efecto sobre CEMEX, mediante el análisis de los precios históricos de CEMEX.CPO y el desarrollo del gasto público en México, además de los efectos de la información oportuna dentro del mercado para evitar la especulación en torno a una situación específica.

Palabras Clave: Gasto público, especulación, inversión bursátil

Clasificación JEL: G14, G30, G39.

Introducción

Uno de los principales problemas de la actualidad es la especulación que ronda alrededor de las grandes empresas que cotizan dentro de la bolsa de valores, así como la desinformación o la creación de rumores para obtener ganancias a costa de la verdad, es por eso que es esencial un análisis preciso del movimiento de las variables combinado con una comunicación responsable por parte de los directores ejecutivos (CEO's) o directores financieros (CFO's) por sus siglas en inglés. Aunado a eso existe la asimetría informativa lo que provoca falsas expectativas en algunos casos provocando así mayor especulación en torno a la empresa.

En la última década, principalmente con el mayor acceso a la información se comenzó a dar una expectativa racional acerca de lo que pasa dentro de los mercados, aún así, se puede

* Estudiante de Economía de la Universidad Autónoma Metropolitana, Unidad Azcapotzalco.

observar el impacto de un rumor sobre el volumen de inversiones, un ejemplo típico de este tipo de impacto es el caso de Yahoo y Microsoft, cuando se inició el rumor de una fusión entre estas dos empresas el precio por acción de Yahoo tuvo un incremento en un solo día del 60% y el volumen de acciones operadas superó en más del 200% con respecto al operado durante la sesión anterior, con esto se puede comprobar que el efecto de los rumores y la desinformación pueden provocar grandes variaciones en el precio de una acción.

Algunas empresas tienen una política estricta de no responder ante rumores del mercado para evitar este tipo de movimientos, y otras se dedican a generar falsas expectativas para beneficiarse de estos movimientos, es por eso que se demuestra que la información emitida de manera responsable y oportuna puede evitar la especulación y por lo tanto los movimientos tan bruscos que se dan dentro de los mercados bursátiles. Esto se demuestra porque poco después del primer rumor de compra, al momento de desmentirse el precio de la acción tuvo una fuerte caída, seguida de una serie de demandas por parte de los principales inversionistas por haber permitido que tal rumor afectara al desempeño de la acción.

70

1. Marco Teórico y aspectos fundamentales del gasto público

Desde el punto de vista teórico no existen argumentos convincentes que indiquen si el aumento del gasto público provoca una variación en la cotización de algunas acciones bursátiles, es por eso que utilizaré herramientas de análisis básicas para poder determinar cuál es el impacto del gasto público en la cotización de CEMEX y cuáles son las repercusiones que tiene sobre el precio por acción de la empresa.

La política fiscal es la que tiene como herramientas la recaudación de impuestos y como gastar esa recaudación (gasto público) en este caso solo analizaré la política fiscal como el gasto público.

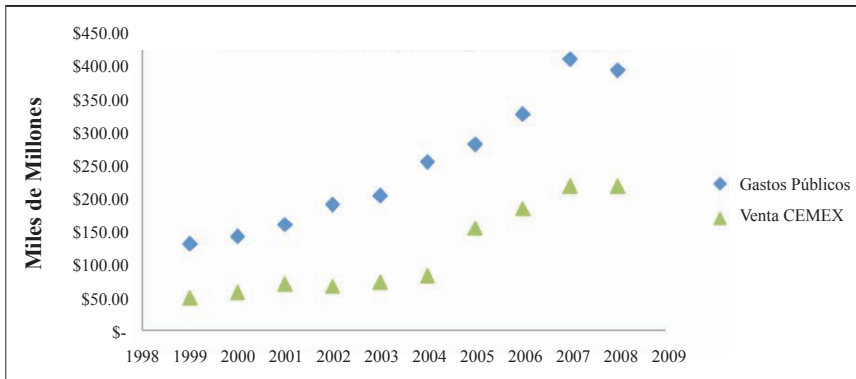
El gasto público ha tenido un incremento sostenido creciendo a una tasa promedio de 15%, lo cual implica que se han desarrollado más programas en beneficio de la sociedad, mayor infraestructura y obra pública, mayor inversión física, mayores subsidios y transferencias. (Véase tabla 1)

Siendo más específico el gasto en obra pública que es el rubro que analizaré más detenidamente, ha tenido una tasa de crecimiento promedio de 13.36% desde el año 1995.

Gracias al incremento que ha tenido el gasto en obras públicas las empresas constructoras tienen un incremento en su nivel de ventas y a su vez las empresas que proveen los insumos a las constructoras se ven beneficiadas como lo es el caso de CEMEX.

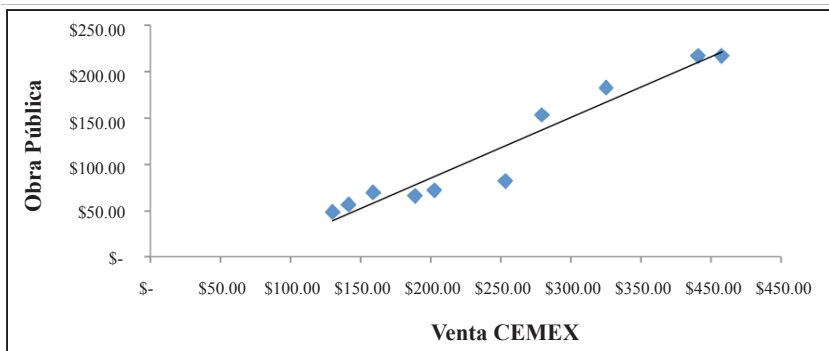
La relación entre el gasto público y el incremento en el nivel de ventas de cemex tiene un coeficiente de correlación de 0.96 lo que implica que están estrechamente ligadas como lo podemos observar en las gráficas 1 y 2.

Gráfica 1



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y CEFP.

Gráfica 2



Fuente: Elaboración propia con datos de BMV y CEFP.

2. Efectos sobre el valor de la empresa

Primero tenemos que analizar la historia financiera de la empresa la cual se muestra en la tabla 2.

Dentro de esta tabla podemos observar la historia de la empresa a partir del año de 1999. Aunque ha tenido un crecimiento sostenido a lo largo del tiempo se puede observar que del año 2007 al 2008 tuvo una fuerte caída en el nivel de ganancias y esto se puede explicar por la

Tabla 1
Gasto programable del sector público presupuestario,
en clasificación económica 1995-2008
(millones de pesos corrientes)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Gasto Programable	290,423.6	403,449.5	528,123.9	600,583.0	711,228.2	855,286.0	937,213.9
Gasto Corriente	229,773.3	308,923.9	416,172.5	487,093.1	581,245.1	713,919.1	778,193.6
De Operación	153,362.2	203,465.9	261,735.2	286,763.6	340,155.9	414,998.9	458,272.6
Servicios Personales ¹	68,635.6	90,789.2	131,186.4	139,946.1	181,145.1	199,535.3	229,971.7
Materiales y Suministros	28,984.0	41,829.8	51,943.5	60,098.6	57,529.7	81,448.5	88,350.4
Servicios generales	54,906.3	70,280.8	77,259.6	86,718.9	101,481.1	122,769.3	50,903.0
Otras Erogaciones ²	836.3	566.1	1,345.7	n.d	n.d	11,245.8	89,047.5
Ayudas Subsidios y Transferencias ³	75,644.0	103,566.1	154,404.8	192,752.9	240,316.0	297,410.9	146,005.2
Aportaciones Federales y Gasto Reasignado ⁴	n.d	n.d	n.d	6,732.1	n.d	n.d	172,332.6
Erogaciones por Cuenta de Tercios	767.1	1,891.9	32.5	844.5	773.2	1,509.3	1,583.2
Gastos de Capital	60,650.3	94,525.6	111,951.4	113,489.9	129,983.1	141,366.9	159,020.3
Inversión Física	53,251.1	77,262.1	102,444.8	106,870.3	118,916.2	142,721.0	144,548.4
Servicios Personales	n.d	54.9	207.3	406.3	557.9	765.9	934.8
Materiales y Suministros	11.2	88.2	133.7	263.7	83.9	148.8	157.6
Servicios Generales	166.1	327.7	370.6	356.5	425.1	475.9	298.0
Bienes de Muebles e Inmuebles ⁵	3,927.4	7,610.7	8,796.6	9,124.8	12,625.5	18,904.7	20,046.6
Mantenimiento	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d
Obras Públicas ⁶	36,865.7	50,085.3	68,204.8	58,431.1	57,030.1	59,031.1	72,446.3
Inversión Financiera y Otras Erogaciones	n.d	52.6	142.3	9.0	n.d	n.d	16.7
Aportaciones Federales y Gasto Reasignado ⁴	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	n.d	16,884.2
Subsidios y Transferencias	12,280.7	19,041.7	24,589.5	38,278.9	48,193.7	63,394.6	33,764.2
Inversión Financiera y Otras Erogaciones ⁷	6,345.1	15,101.2	6,459.9	3,746.9	3,454.5	3,932.8	9,021.1
Subsidios y Transferencias							
Para inversión Financiera	667.8	869.3	580.3	1,059.6	1,467.2	260.6	1,963.7
Para Pago de Pasivo ⁸	32.4	94.1	94.3	529.2	643.6	48.5	2,828.0
Erogaciones Recuperables	353.9	1,198.9	2,372.1	1,283.9	5,501.6	-5,596.0	659.1
	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Gasto Programable	1,078,860.5	1,241,853.3	1,326,952.4	1,477,368.1	1,671,174.6	1,911,320.8	1,899,924.9
Gasto Corriente	889,989.0	1,039,316.0	1,073,695.0	1,197,944.3	1,345,873.8	1,503,489.6	1,508,976.7
De Operación	508,942.8	626,520.7	634,115.4	701,110.4	795,701.7	974,681.4	n.d
Servicios Personales ¹	242,082.8	283,817.8	281,803.1	287,275.1	312,140.6	358,121.1	736,839.9
Materiales y Suministros	78,039.4	106,394.8	100,593.2	110,944.3	129,644.3	125,937.0	149,171.6
Servicios generales	60,335.8	69,802.9	75,475.8	87,965.9	99,092.8	136,049.7	132,058.0
Otras Erogaciones ²	128,484.8	166,505.2	176,243.3	214,925.1	254,824.0	354,573.6	n.d
Ayudas Subsidios y Transferencias ³	194,995.1	202,422.7	226,798.8	258,729.2	297,264.6	229,869.5	n.d
Aportaciones Federales y Gasto Reasignado ⁴	185,987.9	208,839.3	216,406.7	235,128.1	246,776.9	296,993.0	n.d
Erogaciones por Cuenta de Tercios	63.2	1,533.3	-3,625.9	2,976.6	6,130.6	1,945.7	n.d
Gastos de Capital	188,871.5	202,537.3	253,257.4	279,423.8	325,300.8	407,831.2	390,948.3
Inversión Física	152,616.0	187,271.1	220,004.4	246,251.3	285,884.9	340,002.6	353,777.1
Servicios Personales	123.8	134.2	130.0	114.5	128.6	127.4	n.d
Materiales y Suministros	65.6	116.4	6.4	8.6	7.9	50.5	n.d
Servicios Generales	194.6	227.2	176.3	124.4	208.3	517.1	n.d
Bienes de Muebles e Inmuebles ⁵	28,257.7	32,781.3	48,202.3	37,065.5	24,719.2	43,543.3	n.d
Mantenimiento	n.d	n.d	11,811.8	7,355.0	12,875.9	14,545.7	n.d
Obras Públicas ⁶	72,659.2	78,517.7	56,189.8	80,716.5	89,251.2	96,701.4	92,578.0
Inversión Financiera y Otras Erogaciones	0.9	6,675.2	12,121.0	17,902.4	29,501.7	19,089.8	n.d
Aportaciones Federales y Gasto Reasignado ⁴	18,185.2	17,667.2	18,319.8	20,398.5	21,367.2	79,174.8	n.d
Subsidios y Transferencias	33,129.0	51,151.9	73,047.0	82,565.9	107,815.9	86,252.6	n.d
Inversión Financiera y Otras Erogaciones ⁷	1,436.8	681.0	33,114.0	31,187.1	32,968.7	61,037.4	n.d
Subsidios y Transferencias							
Para inversión Financiera	667.2	9,990.1	654.0	1,504.0	5,075.4	5,052.8	n.d
Para Pago de Pasivo ⁸	33,197.0	1,436.4	242.4	n.d	116.8	n.d	n.d
Erogaciones Recuperables	954.5	3,158.7	-757.4	481.4	1,255.0	1,738.4	n.d

Fuente: CEFP.

Tabla 2

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Net Sales	\$4,827,965	\$5,620,822	\$6,543,110	\$7,164,384	\$15,320,958	\$18,249,361	\$21,672,990	\$21,668,534		
Cost of Sales	-2,689,914	-2,902,840	-3,738,349	-3,655,513	-4,130,046	-4,586,349	-9,271,197	-11,648,475	-14,441,027	-14,822,856
Gross Profit	2,138,051	2,717,982	3,184,972	2,887,597	3,034,338	3,563,011	6,049,761	6,600,886	7,231,963	6,865,678
Selling General and Administrative Expenses	-701,556	-1,064,151	-1,531,632	-1,577,196	-1,579,134	-1,711,334	-3,563,102	-3,655,059	-4,260,499	-4,379,007
Operating Income	1,436,494	1,653,831	1,653,339	1,310,401	1,455,204	1,851,677	2,486,659	2,945,827	2,971,464	2,486,671
Other Expenses, Net	-335,143	-270,094	-440,590	-399,576	-473,726	-513,498	-316,431	-49,859	-300,520	-1,916,961
Operating Income After Other Expenses, Net	1,101,351	1,383,737	1,212,749	910,825	981,478	1,338,179	2,170,228	2,895,968	2,670,943	569,710
Financial Expenses	-487,829	-466,868	411,742	332,524	380,684	372,230	-526,168	-493,908	-806,642	-911,654
Financial Income	31,465	24,588	40,605	44,605	16,691	23,421	39,262	45,713	78,960	51,629
Exchange Gain (Loss), Net	27,599	-30,092	153,799	-77,102	-171,589	-23,565	-78,816	20,296	-22,240	-285,910
Monetary Position Gain (Loss)	390,533	306,259	282,158	352,145	327,667	385,868	418,831	409,438	630,921	37,240
Gain (Loss) on Financial Instruments	9,304	-7,697	199,719	-316,486	-59,570	119,844	386,201	-13,683	218,560	-1,353,055
Total Comprehensive Financing Cost (Income)	-28,928	-173,810	264,667	-329,362	-267,449	133,339	239,310	-32,144	99,559	-2,561,749
Net income Before Income Taxes	1,110,707	1,245,733	1,501,037	591,762	731,017	1,501,155	2,408,475	2,879,511	2,770,502	-1,992,040
Income Tax	-68,383	-157,944	-166,811	-54,836	-89,612	-183,451	-330,260	-497,302	-439,204	2,101,242
Net income Before Participation of Uncons. Subs	1,004,040	1,051,983	1,310,606	526,627	624,416	1,288,067	2,079,278	2,366,522	2,331,298	109,203
Participation in Unconsolidated Subsidiaries	24,878	25,294	20,516	30,703	34,768	40,061	87,352	121,690	136,198	97,901
Consolidated Net Income	1,028,918	1,077,277	1,331,122	557,330	659,184	1,328,128	2,166,630	2,488,212	2,467,496	207,103
Net Income Attributable to Minority Interest	56,358	77,959	153,306	37,061	30,412	20,932	55,041	110,282	76,670	3,977
Majority Interest Net Income	\$972,560	\$999,318	\$1,177,816	\$520,268	\$628,772	\$2,111,588	\$2,111,588	\$2,377,930	\$2,390,826	\$203,127
Earnings per ADS (NYSE:CMX)	3.87	3.65	1.14	1.74	1.99	3.93	6.10	3.31	3.22	0.27
EBITDA	1,791,447	2,029,707	2,255,671	1,917,070	2,108,028	2,538,260	3,557,099	4,137,681	4,586,114	4,343,109
Free Cash Flow*	860,000	886,000	1,145,000	948,000	1,143,000	1,478,000	2,013,000	1,943,000	1,444,000	1,040,000

Fuente: CEMEX.

nacionalización¹ de la subsidiaria de CEMEX en Venezuela, que fue tomada hostilmente por el presidente de aquella nación, sin embargo, lo importante de una empresa es el valor que tiene dentro del mercado y el tiempo en que la empresa tardaría en pagar todas las acciones.

Para determinar el valor de la empresa se usa la siguiente fórmula.

$$FV = P + DN - IM$$

En dónde.

P = Precio de Mercado = último precio de la acción por el total de acciones en circulación.

DN = Deuda Neta de la Empresa, que son los pasivos de la empresa - efectivo en caja.

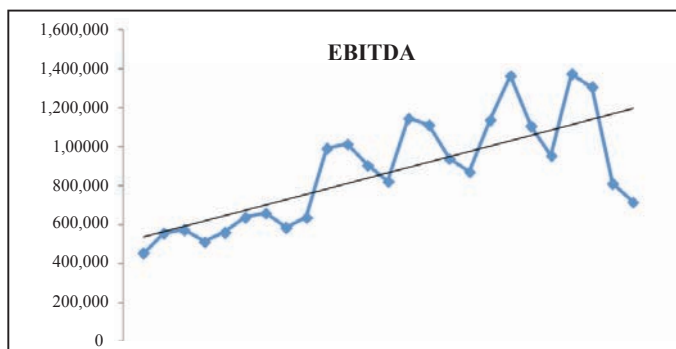
IM = Interés Minoritario = Valor en libros de la acción * total de acciones colocadas en bolsa.

En las gráficas 3 y 4 se muestra como ha fluctuado cada una de las variables que determinan el valor de la empresa.

Dados los datos anteriores y haciendo un análisis gráfico de cada una de las variables podemos decir que el indicador EBITDA² tiene una tendencia positiva lo cual representa que la empresa tiene un buen nivel de rentabilidad operativa. Por lo tanto se puede deducir que el valor de la empresa también tiene una tendencia positiva.

74

Gráfica 3

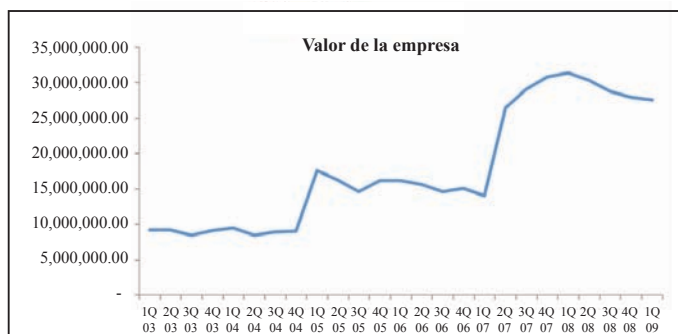


Fuente. Elaboración propia con datos de Cemex.

¹ El nivel de activos de la empresa pasó de 51,061,757 miles de dólares en el primer trimestre del 2008 a 44,131,240 miles de dólares en el primer trimestre del 2009, esto significa una caída de casi el 14% del total de los activos de la empresa, lo cual se reflejó claramente en el valor por acción que pasó de 28.12 por acción a 8.92 respectivamente lo que representa una caída del 68.28%

² Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. Representa el margen o resultado bruto de explotación de la empresa antes de deducir los intereses (carga financiera), las amortizaciones o depreciaciones y el Impuesto sobre Sociedades. Este indicador se ha consolidado, en los últimos años, como uno de los más utilizados para medir la rentabilidad operativa de una empresa.

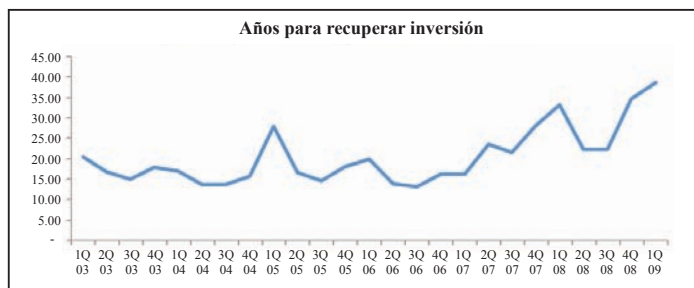
Gráfica 4



Fuente. Elaboración propia con datos de Cemex.

Estos dos indicadores están relacionados con un coeficiente de correlación de 0.71 lo cual nos indica que no es una relación perfecta, sin embargo, se mueven con la misma tendencia como podemos observar en la gráfica 5.

Gráfica 5



Fuente. Elaboración propia con datos de Cemex.

Una vez observado esto, podemos determinar en cuanto tiempo la empresa pagaría las inversiones, y se determina de la siguiente manera.

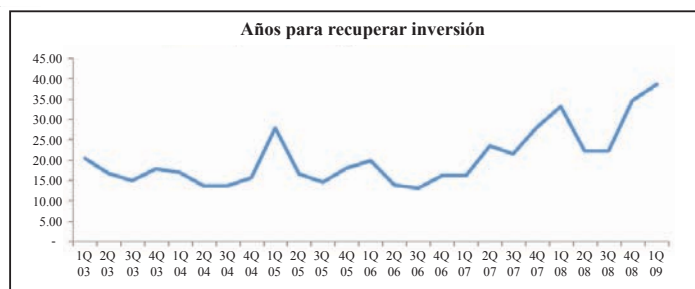
$$T = FV / EBITDA$$

<i>RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN</i>		<i>RECUPERACIÓN DE LA INVERSIÓN</i>	
1Q 03	20	1Q 06	20
2Q 03	17	2Q 06	14
3Q 03	15	3Q 06	13
4Q 03	18	4Q 06	16
1Q 04	17	1Q 07	16
2Q 04	13	2Q 07	23
3Q 04	13	3Q 07	21
4Q 04	15	4Q 07	28
1Q 05	28	1Q 08	33
2Q 05	16	2Q 08	22
3Q 05	14	3Q 08	22
4Q 05	18	4Q 08	35
		1Q 09	39

76

En promedio el tiempo que tardaría a la empresa pagar la inversión realizada es de 20 años, lo que es bastante bueno relativamente. Véase gráfica 6.

Gráfica 6

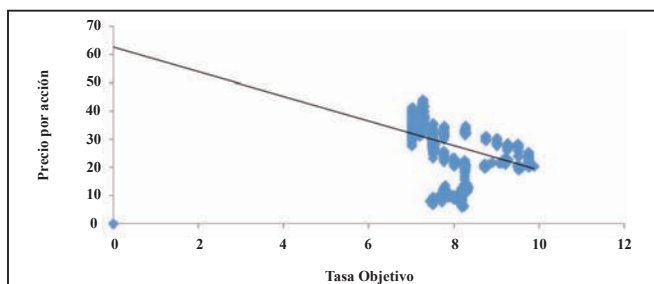


Fuente. Elaboración propia con datos de Cemex.

Como se puede ver en la gráfica el tiempo para recuperar la inversión se ha mantenido relativamente estable a lo largo del tiempo aunque en el tercer trimestre del año 2008 se elevó nuevamente debido a la toma hostil de la subsidiaria de Venezuela.

La tasa de interés objetivo y el precio por acción tienen un coeficiente de correlación negativo igual a -0.53 como se puede observar en la gráfica 7.

Gráfica 7



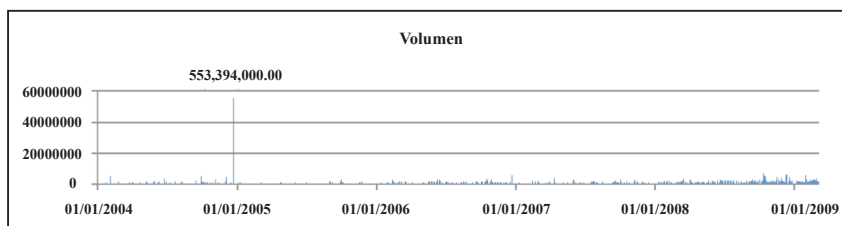
Fuente. Elaboración propia con información de Banco de México y Cemex.

Por lo tanto se puede concluir que el movimiento del gasto público provoca que el nivel de ventas se eleve gracias a los nuevos desarrollos y proyectos de construcción, esto a su vez provoca un incremento en el valor de la empresa lo que hace que los agentes económicos deseen invertir en la empresa.

3. Comunicación responsable y oportuna

Es bien sabido que la información oportuna disipa un poco los riesgos que se puede tener al invertir, y también puede atraer a nuevos inversionistas a la compra de acciones por la fortaleza mostrada con información veraz, un ejemplo de esta situación se dio en el año 2004 durante el mes de diciembre, en el que mediante un comunicado de prensa la empresa reveló que esperaba un incremento del 10% en su nivel de utilidades, esto provocó que el volumen de operaciones llegara a un poco más de medio millón lo cual hasta la fecha sigue siendo un nivel de operaciones histórico para la empresa, su nivel máximo promedio ha sido de 70 mil operaciones por día. Véase gráfica 8

Gráfica 8



Fuente. Elaboración propia con información NYSE.

Por lo tanto, es importante que los comunicados de prensa contengan información veraz y oportuna para que los agentes puedan reaccionar de manera racional a la información que se les está proporcionando, en algunas empresas se dan falsas expectativas de mercado y eso provoca especulación excesiva y por lo tanto una burbuja que tarde o temprano reventará. Es por eso que tanto el CEO como el CFO tienen una responsabilidad corporativa y social con alcances muy amplios acerca de cualquier información tergiversada que se pueda dar dentro del mercado.

Actualmente CEMEX cuenta con una política de no respuestas ante rumores sobre la empresa.

Conclusión

78 Se puede concluir que existe una relación entre el gasto público (que forma parte de la política fiscal) y los ingresos de la empresa y esto a su vez repercute dentro del mercado bursátil para hacer que el precio por acción de la empresa se eleve, porque los analistas encargados de dar seguimiento a la empresa llevan los resultados para recomendar la compra o venta de la acción, sin embargo, el mercado bursátil es predominantemente emocional y tiene un mayor impacto alguna noticia o rumor que ronde a la empresa, dejando de lado el análisis técnico, sin importar la capacidad de la empresa para generar ingresos y sin haber tenido modificaciones importantes la planta productiva.

Bibliografía

- Pereyra Terra, Manuel: Valoración de Empresas: Un revisión de los métodos actuales. Uruguay: Universidad ORT, Facultad de Administración y Ciencias Sociales. Noviembre 2008. ISSN 1510-7477.
- Fernández, Pablo: Métodos de Valoración de Empresas. España: Universidad de Navarra, IESE Business School. Noviembre 2008. DI-771.

Recursos Electrónicos

- Bolsa Mexicana de Valores <http://www.bmv.com.mx>
Centro de Estudios de las Finanzas Públicas (CEFP) <http://www.cefp.gob.mx>
Cementos de México <http://www.cemexmexico.com>
Banco de México <http://www.banxico.org.mx>
Banco de Información Cámara de Diputados <http://www3.diputados.gob.mx>
New York Stock Exchange (NYSE) <http://www.nyse.com>