

Sistema financiero argentino: alternativas para el pequeño inversor

Dra. Raquel Nuñez

Resumen

Frente al escenario económico de recuperación y liquidez que está atravesando nuestro país, se torna necesario el conocimiento de los actuales instrumentos financieros disponibles por parte del inversor individual (no especialista), para no limitarse simplemente a los tradicionales.

El objetivo principal del trabajo lo constituye la difusión de esos instrumentos, agrupados en propios del mercado bancario y del mercado de capitales.

Existe una amplia gama de instrumentos perfectamente identificable a los diferentes perfiles de los potenciales inversores. Desde el típico plazo fijo para los conservadores hasta las acciones para los más osados, quedando en el medio una serie de instrumentos varios (fondos comunes de inversión, cauciones, opciones, bonos, valores fiduciarios, etc.).

Antes de realizar una inversión, es necesario hacer una correcta planificación financiera. Pensar los objetivos a corto y largo plazo y transformarlos en metas financieras a alcanzar, es decir, el monto de dinero a invertir y en qué término de plazo. Definir cuanto de ese monto estamos dispuestos a perder (riesgo a asumir). Y pensar un esquema de inversiones que sean más factibles de obtener éxito y que se pueda adaptar a los cambios de la vida cotidiana.

La relación riesgo-rendimiento estará inmersa en toda inversión, no existe el máximo rendimiento al mínimo riesgo, la relación es totalmente directa. Por ello es aconsejable la diversificación del portfolio, obteniendo así la posibilidad de un rendimiento promedio.

SUMARIO

1. INTRODUCCIÓN
2. LA INVERSIÓN
 - 2.1. Relación riesgo-rendimiento
 - 2.2. Planificación financiera
 - 2.2.1. Los errores más comunes
3. EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO
 - 3.1. Composición
 - 3.2. Tipos de inversiones que componen el menú del mercado
 - 3.2.1. Instrumentos del mercado bancario
 - 3.2.1.1. Caja de Ahorro
 - 3.2.1.2. Plazo Fijo
 - 3.2.1.3. Fondos Comunes de Inversión (FCI)

- 3.2.1.3.1. Tipos de fondos
 - 3.2.1.3.1.1. De acuerdo a la forma de constitución
 - 3.2.1.3.1.2. Según el objeto
- 3.2.2. Instrumentos y operaciones financieras del mercado de capitales
 - 3.2.2.1. Introducción al mercado de capitales
 - 3.2.2.2. Clasificación de los títulos
 - 3.2.2.2.1. De acuerdo al tipo de renta
 - 3.2.2.2.2. De acuerdo a la función que cumplen
 - 3.2.2.3. Acciones ordinarias
 - 3.2.2.4. Cedear's
 - 3.2.2.5. Bonos
 - 3.2.2.5.1. Bonos emitidos por el BCRA
 - 3.2.2.5.2. Gastos y comisiones en la compra de bonos
 - 3.2.2.6. Cheques de pago diferido
 - 3.2.2.7. Valores fiduciarios
 - 3.2.2.7.1. Casos reales de fideicomisos financieros
 - 3.2.2.8. Pase – Caucción bursátil
 - 3.2.2.9. Opciones
 - 3.2.2.9.1. Elementos
 - 3.2.2.9.2. Tipos de opciones
 - 3.2.2.10. Negociación a futuro de índices
- 3.3. Tendencias y perspectivas
 - 3.3.1. Descripción de algunos índices
- 4. CONCLUSIONES
- 5. FUENTES CONSULTADAS

CUADROS Y GRÁFICOS

- Cuadro 1: Tasas de Cajas de Ahorro
- Cuadro 2: Tasas de Plazos Fijos
- Cuadro 3: Matriz de adaptabilidad de producto
- Cuadro 4: Las 10 mejores acciones de 2005 (I Semestre)
- Cuadro 5: Análisis de rendimiento bonos *performing* al 14/07/2005
- Cuadro 6: Cheques de pago diferido negociados en 06/2005
- Cuadro 7: Fideicomiso Financiero SECUBONO IX
- Cuadro 8: Cédulas Hipotecarias Serie IV
- Cuadro 9: Mercado secundario de Cédulas Hipotecarias de Ahorro
- Cuadro 10: Cauciones concertadas el 22/07/2005

Gráfico 1: Comportamiento del Índice Merval (últimos 3 años)

1. INTRODUCCIÓN

Durante el año 2004 la economía argentina continuó atravesando un proceso de fuerte recuperación del nivel de actividad económica. De esta forma, el impulso económico de los dos últimos años ha permitido recuperar gran parte de la violenta caída que la economía argentina había sufrido durante el período 1998-2002 (contracción del PBI del 18.4%).

A fines del año 2004, la economía argentina arrastraba 12 trimestres consecutivos de crecimiento económico, en los cuales la expansión acumulada del PBI alcanzó más del 24%. En su fase inicial (mediados de 2002-mediados de 2003) la recuperación estuvo concentrada en los sectores de bienes (industria y agro) y la construcción, para luego ir paulatinamente derramándose (en mayor o menor medida), al resto de las actividades económicas.

Ya en 2005 la actividad económica acumula una suba interanual de 9% entre enero y mayo. La proyección anual del PBI, según Ecolatina, se estima en un crecimiento del 7,5%.

En la actualidad el principal impulso de la economía no proviene de la industria, sino del comercio, los servicios, el agro y la construcción.

La recuperación del mercado interno también ha reactivado el protagonismo de los servicios. La intermediación financiera continúa recomponiéndose de la crisis sufrida en 2001 y 2002. Esta recuperación del sistema financiero argentino, no sólo se traduce en una mejora de la rentabilidad sino también en recuperación de depósitos.

En mayo se confirma el patrón de progresiva mejora en los balances de los bancos, al registrarse resultados mensuales positivos para el total del sistema financiero por tercera vez en el año. Con mejores resultados y continuos aportes de capital, además de una cartera de activos con una calidad ascendente, la recomposición de la solvencia del sistema financiero continúa su marcha.

El crédito de corto plazo se expande sostenidamente, en tanto que los préstamos prendarios evolucionan a menor velocidad y los hipotecarios aún no se recuperan.

Por su parte, la actividad bursátil finalizó el año 2004 con los principales indicadores en alza, producto del buen clima en el contexto internacional y de la mejora en las perspectivas de una salida del default.

Durante el primer semestre del año estuvo caracterizada por una mayor volatilidad de precios y un resultado final prácticamente neutro en la rentabilidad de las acciones, de acuerdo a la variación experimentada por el Índice Merval (-0.58%). Con respecto a los activos de renta fija, la tendencia fue positiva en un escenario donde se destaca la finalización del proceso de reestructuración de la deuda soberana.

El crecimiento de los volúmenes negociados en el segmento de títulos públicos fue del 57.6% respecto a igual período del año anterior, aumentando 5.4 puntos porcentuales su participación en el total del volumen negociado.

Frente a este escenario económico de recuperación y liquidez, se torna necesario el conocimiento de los actuales instrumentos financieros disponibles por parte del inversor individual (el inversor institucional dispone

siempre de esta información), para no limitarse simplemente a los tradicionales. Ese constituye el objetivo principal del presente trabajo.

2. LA INVERSIÓN

2.1. Relación riesgo – rendimiento

Entendemos por *inversión* a la postergación del consumo hoy a cambio de un mayor consumo en el futuro. Es decir, destinamos nuestros excedentes de fondos a colocaciones con el objeto de hacer una diferencia positiva entre lo retirado y lo colocado originalmente. Esta diferencia es la que conocemos como *interés*, y marcará el rendimiento obtenido. Si queremos calcularlo en términos relativos, bastará con dividir el interés obtenido sobre el capital invertido, y multiplicarlo por cien.

Toda inversión tiene asociado un riesgo, y este es el que condicionará la tasa requerida.

El *riesgo* es la posibilidad de obtener un resultado diferente al esperado. El problema se suscita cuando el valor real resulta desfavorable con relación al pensado, es decir, en el caso de una inversión, que el rendimiento real sea inferior al pensado o esperado.

El riesgo esta asociado a la incertidumbre sobre el futuro, a la falta de certeza sobre que hechos ocurrirán en el futuro que puedan afectar mi rendimiento. Es por ello que cuando se realiza una inversión a largo plazo el rendimiento exigido siempre es mayor respecto a una inversión de corto plazo.

Existe una relación directa entre rentabilidad y riesgo. Quien desee obtener un mayor rendimiento deberá estar predispuesto a asumir un mayor riesgo. Depende del riesgo dispuesto a asumir, estaremos hablando de un inversor conservador (con aversión al riesgo), o propenso al riesgo. Y en el medio de ambos, se encontraría el inversor moderado.

El inversor propenso al riesgo prioriza la rentabilidad a costa del riesgo, y el conservador prefiere estar más tranquilo, aceptando una tasa menor. Ejemplo del primer caso lo constituyen quienes invierten en acciones, y aquellos que invierten en plazos fijos son ejemplos del segundo.

Hay que tener presente que al invertir, siempre se corren riesgos debido a los vaivenes del mercado que hacen que las situaciones se modifiquen a cada momento según los intercambios de la oferta y la demanda, y que existe la posibilidad de que se produzcan imprevistos.

También es importante analizar la *liquidez* del activo financiero en cuestión, entiéndase la facilidad para comprar y vender cuando se desee.

2.2. Planificación financiera

Antes de realizar una inversión, es necesario hacer una correcta planificación financiera. Pensar los objetivos a corto y largo plazo y transformarlos en metas financieras a alcanzar, es decir, el monto de dinero a invertir y en qué término de plazo. Definir cuanto de ese monto estamos dispuestos a perder (riesgo a asumir). Y pensar un esquema de inversiones que sean más factibles de obtener éxito y que se pueda adaptar a los cambios de la

vida cotidiana. La planificación de una inversión no debe tener un esquema rígido, debe ser flexible de modo de poder realizar cambios con facilidad cuando sea necesario.

Si uno no es un entendido en la materia, para dicha planificación se puede contar con el asesoramiento de personal capacitado en cualquier entidad financiera y/o Sociedad de Bolsa.

2.2.1. Los errores más comunes¹

Al armar el plan financiero es importante tener presente algunos errores que deben evitarse:

1. **Pretender hacerse ricos de la noche a la mañana**, invirtiendo en datos o rumores del mercado, o apostando en juegos de azar. Los "golpes de suerte" son muy poco frecuentes. Invertir es todo lo contrario a una apuesta o a una "buena racha". Para hacerlo se requiere una planificación inteligente y razonable. También conviene trabajar con información confiable y descartar los rumores o "intuiciones".
2. **Seguir a la manada**. Muchos realizan las mismas inversiones que sus conocidos porque observan que les va bien y que es posible ganar mucho dinero. Pero en realidad puede ser ya demasiado tarde. Es recomendable estar informado y anticiparse a las subas del mercado. No sirve de nada comprar un título que ya subió. Es mucho mejor comprarlo cuando su valor es bajo y es probable que aumente.
3. **Invertir y ahorrar esporádicamente, sin disciplina**. Es aconsejable invertir regularmente, y llevar la cuenta de lo acumulado.
4. **Planificar una vez y para siempre**. Todo cambia. Así como puede transformarse su situación laboral o personal, los grandes cambios que ocurren en la economía hacen necesaria una revisión regular de las inversiones. Las elecciones, las crisis internacionales y otras situaciones difíciles de prever influyen en el comportamiento del mercado de capitales.
5. **Poner todos los huevos en la misma canasta**. Tener todo el dinero en una única forma de inversión implica un alto riesgo. Los especialistas recomiendan diversificar la cartera de inversión, distribuyendo el dinero ahorrado entre varias opciones –como acciones, bonos y plazos fijos.

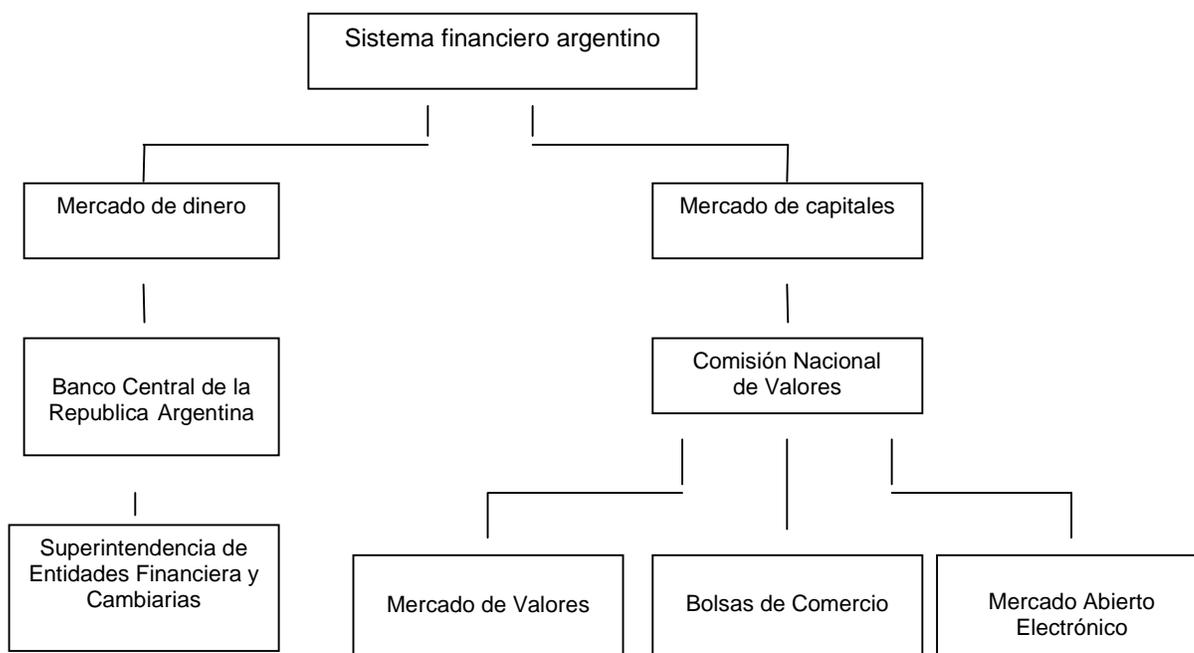
3. EL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

3.1. Composición

Todo sistema financiero tiene por objeto intermediar entre oferentes (unidades superavitarias) y demandantes (unidades deficitarias) de dinero; canalizando los ahorros de los primeros para financiar los requerimientos de los segundos.

Nuestro sistema financiero se divide en mercado de capitales y mercado de dinero, y está compuesto por varias distintas instituciones.

¹ www.capitalmarkets.com.ar



La base normativa principal está conformada por:

- Ley de Oferta de Títulos Valores (ley 17.811 y complementarias).
- Ley de Entidades Financieras (ley 21.526 y complementarias).
- Carta Orgánica del BCRA (ley 24.144 y complementarias).

Los bancos y las compañías financieras constituyen el ejemplo más representativo del mercado de dinero o bancario, siendo el Banco Central de la República Argentina (BCRA) el organismo de contralor (función que lleva a cabo a través de la Superintendencia de Entidades Financieras y Cambiarias – SEByF).

En el mercado de capitales operan las bolsas de comercio, los mercados de valores y el MAE, principalmente. Aquí, el organismo de contralor lo constituye la Comisión Nacional de Valores.

Si una persona desea solicitar un préstamo, o constituir un plazo fijo seguramente se dirigirá a un Banco, y si lo que desea es comprar acciones, buscará algún Agente de Bolsa. Pero estas no son las únicas operatorias posibles dentro del sistema financiero ni tampoco la delimitación de operaciones es tan taxativa.

3.2. Tipos de inversiones que componen el menú del mercado²:

⇒ En primer lugar tenemos las alternativas de inversión llamadas "**Bancarias Tradicionales**"; son las más comunes y simples, entre ellas se encuentran los distintos tipos de depósitos que hacemos en los bancos (cuentas de ahorro, plazos fijos). El banco intermedia entre quienes tienen ahorros y los que necesitan fondos. El riesgo es la solvencia del banco para devolverles el dinero prestado. Son activos de alta liquidez, ya que una vez

² www.rabaonline.com

realizada la inversión la posibilidad de recuperarla es inmediata y a voluntad. Las compensaciones son las más bajas del mercado. Estos productos son líquidos, de corto plazo y bajo retorno, y por supuesto bajo riesgo.

⇒ En segundo lugar tenemos a los instrumentos financieros propios del "**Mercado de Dinero**" o "Money Market". Estos son préstamos a bancos, empresas o gobiernos, por plazos generalmente menores a 1 año, el emisor no va a devolver los fondos hasta el vencimiento del instrumento; estos se pueden comprar y vender en el mercado secundario. Dentro de esta categoría se encuentran las Letras del Tesoro, los Papeles comerciales y los Pases o Repos. Debido a que el riesgo de estos instrumentos es mayor, la tasa de interés que se pacta también lo es.

⇒ En tercer lugar encontramos los instrumentos financieros propios del "**Mercado de Capitales**" o "Capital Market". Estos son aquellos cuyo horizonte de inversión supera el año, o no tienen plazo cierto. A esta categoría corresponden los instrumentos de renta fija (Ej. Bonos), cuyo emisor se compromete a devolver el capital más el pago de un interés. Se pueden negociar en el mercado secundario antes de su vencimiento. El plazo del préstamo varía entre 1 año y lo que el mercado este dispuesto a aceptar, de 3-5 años, su riesgo y rendimiento es mayor. Y las acciones (participación en una sociedad), donde la tasa de compensación esperada se compone de dos fuentes; dividendos y apreciación del valor de la acción. Su riesgo es mayor que el resto de las alternativas.

⇒ La última, y cuarta categoría, es la que corresponde a los "**Instrumentos Derivados**". A esta categoría pertenecen las opciones, los futuros, estructurados y *commodities*. Son instrumentos cuyo comportamiento se deriva del comportamiento de otro u otros instrumentos financieros. Ej: opciones sobre acciones, futuros sobre índices, o nota estructurada sobre acciones de empresas de Internet o contratos de petróleo. Demás está decir que el riesgo es mayor.

A continuación se describirán los instrumentos financieros, pero agrupados simplemente en propios del mercado bancario o de capitales.

3.2.1.1. Caja de ahorro

Colocación de dinero en una cuenta bancaria. Es una "cuenta a la vista", ya que su liquidez es inmediata. Puede disponerse de ella en cualquier momento y por ello la rentabilidad es mínima. Quien coloca dinero en una caja de ahorro es para no tenerla "debajo del colchón", aquí el objetivo primordial es la liquidez, y no la rentabilidad. Su titular se maneja con una tarjeta de débito, pero también puede hacer retiros en ventanilla con documento de identidad. Si el titular de una caja de ahorros realiza compras con la tarjeta de débito, se le acreditará en cuenta el reintegro del 5 % del I.V.A. correspondiente a dichas compras en los primeros días del mes siguiente (Decreto 1226/01)³.

Es común que las empresas abran este tipo de cuenta para depositar el sueldo a sus empleados (la cuenta figura a nombre de estos últimos).

Actualmente el costo por tener una caja de ahorro, ronda en los \$7 ó \$8 + IVA. Y ejemplos de las tasas vigentes para operaciones en pesos al 16-08-2005 son:

³ Compras por hasta \$1000.-

ENTIDAD	TNA
Banco Nación	0,20%
Banco Galicia	0,15%
Banco Río	0,20%

Fuente: Entidades consultadas

Cuadro 1: Tasa de Cajas de Ahorro

También se puede hacer la colocación en dólares, percibiendo por ello una tasa siempre inferior a la que se obtendría por colocaciones en pesos.

3.2.1.2. Plazo fijo

Depósito de efectivo realizado en un banco o en una entidad financiera, a una tasa y plazo determinados. Al momento de hacer la colocación el inversor establecerá el periodo por el cual realiza la misma; y de acuerdo a ello la entidad financiera aplicará la tasa correspondiente⁴. Es decir, que el inversor ya conoce de ante mano el importe que va retirar al vencimiento de la operación. Cuanto mayor sea el plazo, mayor será la tasa, pero también aumentara el riesgo (de inflación, cambiario, etc.).

Suele ser la operatoria más frecuente que lleva a cabo el inversor conservador, por constituir una de las menos riesgosas (haciendo la salvedad de lo ocurrido a fines de 2001 y 2002).

Al constituir el plazo fijo, el inversor recibe el comprobante de la operación donde figura el capital invertido, la tasa y el plazo pactado, y el monto a recibir al vencimiento. Si entre el momento de la colocación original y el vencimiento las tasas se modifican, el monto a retirar no cambia. Una vez pactada la tasa, esta queda fija.

Si el inversor realizó la colocación a 60 días, por ejemplo, y llegado el día 45 necesita el dinero, no puede retirarlo. Ya que al tratarse de una operación a "plazo fijo", no se puede disponer del efectivo hasta el vencimiento. Sin bien algunas entidades ofrecen "plazos fijos pre-cancelables", la operatoria se debe ajustar dentro de determinados lineamientos (monto mínimo de inversión, plazo mínimo de permanencia, fee de pre-cancelación decreciente en función del tiempo transcurrido, etc.). Por ello la importancia de efectuar una correcta planificación de la inversión.

A partir del vencimiento, los intereses dejan de correr, por lo que es importante que el inversor se presente a retirar el monto obtenido, salvo en el caso que se haya pactado renovación automática, lo que implica que al vencimiento se renueva la operación, pero a la tasa vigente en ese momento.

Los depósitos a plazo fijo no tienen costos asociados.

Los siguientes constituyen algunos ejemplos de tasas vigentes al 16-08-2005:

⁴ Las tasas ofrecidas por los bancos difieren de una entidad a otra.

BANCO NACIÓN		BANCO RÍO		BANCO GALICIA	
Plazo	TNA	Plazo	TNA	Plazo	TNA
De 30 a 44 días	2,50%	De 30 a 59 días	1,80%	De 30 a 44 días	2,50%
De 45 a 59 días	3,00%	De 60 a 89 días	2,00%	De 45 a 59 días	2,50%
De 60 a 89 días	3,25%	De 90 a 179 días	2,10%	De 60 a 89 días	2,75%

Fuente: Entidades consultadas

Cuadro 2: Tasas de plazos fijos

Estas tasas, denominadas *pasivas*; son de acuerdo a la pizarra de cada entidad, pero muchas veces es posible conseguir algunos puntos más, sobre todo si el monto a invertir es importante, o el plazo; mayor al de pizarra. Por ello sería aconsejable acercarse a distintas entidades y evacuar las dudas con los oficiales de inversiones.

Existe un monto mínimo, que varía también de acuerdo a la entidad. Hay entidades que aceptan colocaciones a partir de los \$500 y otros a partir de los \$2000.

Si la operatoria es en dólares, la tasa es inferior. Por ejemplo para colocaciones a 180 días Banco Río paga según pizarra el 1% nominal anual, y el Galicia el 1,75%.

Ejemplo práctico:

Si colocara \$10.000 a 30 días, obtendría los siguientes intereses (sobre las tasas de pizarra):

- ⇒ Banco Nación / Galicia: \$ 20,55
- ⇒ Banco Río: \$14,79

La fórmula utilizada es:
$$\frac{\text{Capital} \times \text{Razón} \times \text{Tiempo}}{100 \times \text{Unidad de tiempo}}$$

En el primer ejemplo sería:
$$\frac{10.000 \times 2,50 \times 30}{100 \times 365}$$

Es decir, que al vencimiento el inversor retiraría \$10.020,55 ó \$10.014,79; según el caso.

3.2.1.3. Fondos comunes de inversión (FCI)

También conocidos como “Fondos Mutuos”, constituyen un patrimonio en común, conformado por varios inversores que juntan sus ahorros para que los administre un tercero (Sociedad Gerente o Administradora), quien dispone de información y conocimientos de nivel superior al del inversor minorista.

Existe un reglamento de gestión en donde se establecen las normas contractuales que rigen las relaciones entre la Sociedad Gerente, la Sociedad Depositaria y los cuotapartistas. La Comisión Nacional de Valores es el ente de regulación y fiscalización de la actividad que llevan a cabo los FCI.

La sociedad depositaria se encarga de custodiar los valores y demás instrumentos representativos de las inversiones. Esta sociedad controla a la sociedad gerente y viceversa, generándose así un control cruzado. Cada inversor o "cuotapartista", participa en forma proporcional al dinero aportado, y tiene los mismos objetivos de rentabilidad y riesgo respecto de las inversiones que realiza el fondo. El dinero que el inversor aporta al FCI incrementa el patrimonio del mismo y se utiliza para realizar inversiones en los activos que constituyen el objeto del Fondo. Diariamente se publica el valor de las cuotapartes en medios de difusión masiva (este valor suele expresarse neto de los gastos de administración y custodia).

Para hacerse de la ganancia, el cuotapartista debe vender su participación o parte de ella, ya que el FCI no paga dividendos en forma aislada. Existirá ganancia toda vez que el valor de rescate (valor de salida) supere al de suscripción (valor de entrada). La liquidación suele hacerse entre las 24 y 72hs., según el tipo de fondo.

La rentabilidad del fondo está atada a la rentabilidad del activo objeto de la inversión. Por ejemplo, aquellos fondos que inviertan en acciones tendrán un mayor potencial de ganancias que los que inviertan en plazos fijos, pero a costa siempre de un mayor riesgo.

3.2.1.3.1. Tipos de fondos

3.2.1.3.1.1. De acuerdo a la forma de constitución:

- ⇒ Abiertos: la cantidad de cuotapartes es variable, por lo que cada inversor puede salir de fondo (rescatar las cuotapartes) e ingresar sin limitaciones. El plazo de duración del fondo es indeterminado. La mayoría de los FCI son abiertos.
- ⇒ Cerrados: la cantidad de cuotapartes es fija. Para poder entrar al fondo, es necesario que algún cuotapartista venda su participación. Suelen cotizar en la Bolsa de Comercio, y tienen objetivos muy específicos. Por ejemplo el Fondo Boca Juniors, cuyo patrimonio se constituyó por el derecho eventual sobre la diferencia entre el valor de compra y venta del valor de pase de algún jugador.

3.2.1.3.1.2. Según el objeto de inversión:

- ⇒ De plazo fijo y de mercado de dinero: estos fondos invierten mayormente en depósitos en entidades autorizadas por el BCRA, y una menor porción en títulos públicos de corto plazo. Suelen tener un rendimiento similar al de un plazo fijo, con la diferencia de poseer mayor liquidez. Generalmente a las 24hs de solicitar el rescate, el inversor obtiene los fondos requeridos. Por eso constituye uno de los principales destinos de los excedentes de caja de las empresas.
- ⇒ De renta fija: son los que tienen por objeto de inversión activos denominados de renta fija (títulos públicos, obligaciones negociables, valores fiduciarios – títulos de deuda FF, etc.). La volatilidad (riesgo) de este fondo es mayor al anterior, por lo que el rendimiento esperado también es mayor.
A su vez estos fondos pueden invertir en títulos de corto, mediano o largo plazo, locales o internacionales (Mercosur, Latinoamérica, EE.UU., etc.) y en moneda nacional o extranjera.
- ⇒ De renta variable: son los que tienen por objeto de inversión activos denominados de renta variable, mayormente acciones, de empresas que cotizan en bolsa. Por esta razón, son los fondos de mayor volatilidad, pero suelen ser las más rentables en el largo plazo.
Algunos se especializan en acciones de empresas pequeñas, medianas o grandes, y otros en determinada rama de la industria (este último ejemplo está muy desarrollado a nivel internacional).

⇒ Mixtos: invierten una parte del patrimonio en activos de renta fija y otra en activos de renta variable, por lo que el riesgo estaría más diversificado (por emisor de activo y por tipo de activo) y la rentabilidad esperada es intermedia entre la de fondos de renta fija y la de fondos de renta variable.

Producto del crecimiento registrado en la inflación en los últimos meses, han surgido algunos fondos que tienen por objeto invertir en activos que ajustan por CER.⁵

MATRIZ DE ADAPTABILIDAD DE PRODUCTO				
Objetivo de inversión	Horizonte de inversión inversión	Necesidad de liquidez del inversor	Tolerancia y Riesgo	Tipo de fondo adecuado
Liquidez con rendimiento	Día a Día / Incierto	Altísima	Bajísima	De dinero De plazo fijo
Inversiones a corto plazo	Incierto / 30 días-2 años	Alta	Baja	De dinero - De PF Bonos corto plazo
Inversiones a mediano plazo	2 - 3 años	Moderada	Media	Bonos corto plazo Bonos largo plazo
Inversiones a largo plazo Otros mercados Productos especiales	3 - 5 años Más de 5 años	Bajísima	Altísima	Bonos largo plazo Acciones
www.fondosargentina.org.ar				

Cuadro 3.

Los costos asociados son los honorarios por la administración y custodia, que pueden variar entre el 1,5 y el 3,5% anual (se deducen el valor de la cuota parte) y en algunos casos, dependiendo del tipo de fondo, comisiones de entrada y salida. Esta información debe estar disponible en el Reglamento de Gestión.

Este tipo de instrumentos es ofrecido generalmente por los bancos, ya que constituyen los principales agentes de custodia.

La principal ventaja que presenta en tipo de operatoria, es que el manejo de la cartera está en manos de profesionales que analizan día a día la alternativa más rentable. A diferencia del pequeño inversor, que no siempre tiene el tiempo y/o conocimiento para ello.

3.2.2. Instrumentos y operaciones financieras del mercado de capitales

3.2.2.1. Introducción al Mercado de Capitales

Existe un *mercado primario*, que es aquel en el que las empresas / estado emiten y colocan sus títulos por primera vez a través de agentes colocadores. Generalmente en esta etapa aparecen los grandes inversores, conocidos como inversores instituciones (AFJP, Fondos Comunes de Inversión, Compañías de Seguro, etc.). Cuando estos deciden desprenderse de los títulos, acuden al *mercado secundario*; es decir a la Bolsa de Comercio, y es aquí donde suele tener mayor presencia el inversor minorista.

El mercado secundario provee de liquidez al tenedor del título, pero no proporciona dinero al emisor (función del mercado primario).

Es sabido que en la bolsa de comercio se pueden comprar y vender acciones, pero este no es el único instrumento ni la única operatoria posible.

A estos instrumentos pasibles de negociación suelen denominárselos *activos financieros* por representar a su tenedor un derecho sobre un flujo de caja futuro⁶.

3.2.2.2. Clasificación de los títulos

3.2.2.2.1. De acuerdo al tipo de renta:

⇒ Títulos de renta fija: son aquellos que prometen la devolución del capital más el pago de un interés asegurado (puede ser una tasa fija o variable). No debe confundirse el concepto de renta fija con tasa fija.

Tienen un rendimiento predeterminado.

Ejemplo de estos los constituyen los Bonos (títulos de deuda emitidos por el Estado), las obligaciones negociables (títulos de deuda emitidos por empresas privadas) y los títulos de deuda emitidos por un fideicomiso financiero, entre otros.

⇒ Títulos de renta variable: no hay rentabilidad asegurada y hasta se puede producir una descapitalización, pero de producirse una ganancia; en general suele ser mayor a la que generan los títulos de renta fija.

Las acciones constituyen un claro ejemplo de este tipo de título.

Aquí se ve reflejada una conocida máxima financiera: “a mayor riesgo, mayor rentabilidad exigida”

3.2.2.2.2. De acuerdo a la función que cumplen:

⇒ Instrumentos primarios: las empresas lo emiten con la finalidad de obtener financiamiento (Ejemplo: acciones, obligaciones negociables, valores fiduciarios, etc.).

⇒ Derivados: se utilizan como cobertura de riesgos ante una posible variación de precios del activo subyacente (Ejemplo: opciones, índices). Se negocian como contratos.

3.2.2.3. Acciones ordinarias

Representan para su tenedor una participación en el patrimonio de la sociedad emisora.

Quien adquiere acciones, se convierte en socio de la compañía, es decir; en accionista. Ello le da derecho a participar en las ganancias que la sociedad obtenga, y derecho al menos a un voto en la asamblea de accionistas. Es una invitación a participar del riesgo de la compañía.

Se pueden obtener **ganancias** de dividendos y ganancias de capital. Las primeras se refieren al pago que hacen las empresas en forma de dividendo⁷, es decir, un porcentaje con relación a la participación accionaria sobre las utilidades netas obtenidas. Esta ganancia queda supeditada a la obtención de resultados positivos por parte de la empresa emisora, y a la decisión de la asamblea de repartir los mismos.

⁵ www.gainvest.net

⁶ Pascale, Ricardo – Decisiones Financieras- Ediciones Macchi 1997

⁷ Los dividendos pueden ser en efectivo o en especie. Estos últimos se refieren a acciones, produciéndose así una capitalización de resultados.

Las ganancias de capital se obtienen por diferencia de precios. Por ejemplo, si se compran 100 acciones de la empresa "X" a \$120 y días más tarde se vende el lote a \$132, se obtiene una ganancia del 10% (para que sea ganancia neta habría que restar todos los gastos relacionados con la operatoria de compra y venta).

El precio de una acción surge del libre juego entre la oferta y la demanda. Cuando estos se encuentran, negocian el precio hasta llegar a uno en común. Si prevalecen los deseos de venta, el precio descenderá (habitual en una toma de ganancias), a la inversa de lo que sucedería si prevalecen los deseos de compra.

Se trata de uno de los activos financieros con mayor **liquidez**. Se puede vender en cualquier momento, siempre que exista una contraparte (comprador) y se acuerde un precio que satisfaga a ambas partes.

El **riesgo** asociado es alto, ya que se trata de uno de los activos más volátiles. Pero si el objetivo de la inversión es el largo plazo, las estadísticas indican que los resultados en la mayoría de los casos son positivos (He de aquí la diferencia entre apostar a la Bolsa y a un juego de azar). Por eso es importante también que el inversor tenga en claro su necesidad de liquidez, para no tener que desprenderse de las acciones en el momento menos oportuno.

La emisión de estos títulos debe contar con su calificación respectiva, tarea que compete a las firmas analistas de riesgo. Estas emitirán un informe que concluirá con una calificación asignada al mismo, que podrá variar entre 1 y 4 (de mejor a peor), y 5 en el caso que la empresa no ofrezca la información necesaria para el análisis.

El análisis estará basado sobre la capacidad futura de la empresa emisora de generar suficientes ganancias como para afrontar el pago de dividendos y eventualmente cubrir el aporte realizado, y sobre la liquidez del papel.

Una vez dado a conocer este informe (debe hacerse públicamente), el inversor ya estará en condiciones de asumir o no el riesgo asociado al título.

En la variación de precios de las acciones (volatilidad) influyen en gran medida el contexto socio-económico, político (guerras, desocupación, tasas de interés, inflación, elecciones, etc.), el desempeño propio de la compañía, los "rumores", fusiones, adquisiciones y escisiones, entre otras.

Si el objetivo es tener una cartera conformada únicamente por acciones, a efectos de diversificar el riesgo lo conveniente sería que las mismas tengan correlación negativa, es decir; que si alguna tuviese un desempeño negativo exista otra con el comportamiento opuesto, a efectos de neutralizar el resultado desfavorable. Weston⁸ cita el ejemplo de una compañía americana que actúa como agencia de cobranzas en todo EE.UU., que no es muy conocida, sus acciones no son muy líquidas, sus utilidades han fluctuado poco y ni siquiera paga dividendos, lo que indicaría que se trata de una empresa riesgosa. Sin embargo, el precio de las acciones de esta empresa aumenta durante las recesiones, mientras que otras acciones tienden a la baja. Por lo tanto, el mantener acciones de esta empresa en una cartera "normal" tiende a estabilizar los rendimientos sobre la totalidad de la cartera.

⁸ Weston F. y Brigham E. – Fundamentos de Administración Financiera – Mc Graw Hill 1998

Además de la diversificación en el mercado de acciones, es importante la diversificación global, es decir invertir en acciones extranjeras.

Es común oír que la bolsa subió o bajó "x" puntos. Esta tendencia esta dada por el comportamiento de las acciones líderes, que se agrupan en lo que se conoce como Índice Merval.

Este índice esta compuesto por las acciones que se consideran más representativas (medido en función del volumen negociado). Cada tres meses se actualiza, de acuerdo al nivel de transacciones que haya tenido cada compañía en los últimos seis meses. Es un índice ponderado de precios, con cantidades fijas en el trimestre.

Si hoy cierra en 1515 puntos y se dice que hubo un alza del 1%, significa que ayer cerró en 1500, es decir; en promedio las acciones líderes subieron de precio un 1%.

COMPORTAMIENTO DEL ÍNDICE Merval

(Últimos tres años)

Tipo Índice: Merval **Periodicidad:** Mensual **Desde:** 01/08/2002 **Hasta:** 22/07/2005

www.bolsar.com.

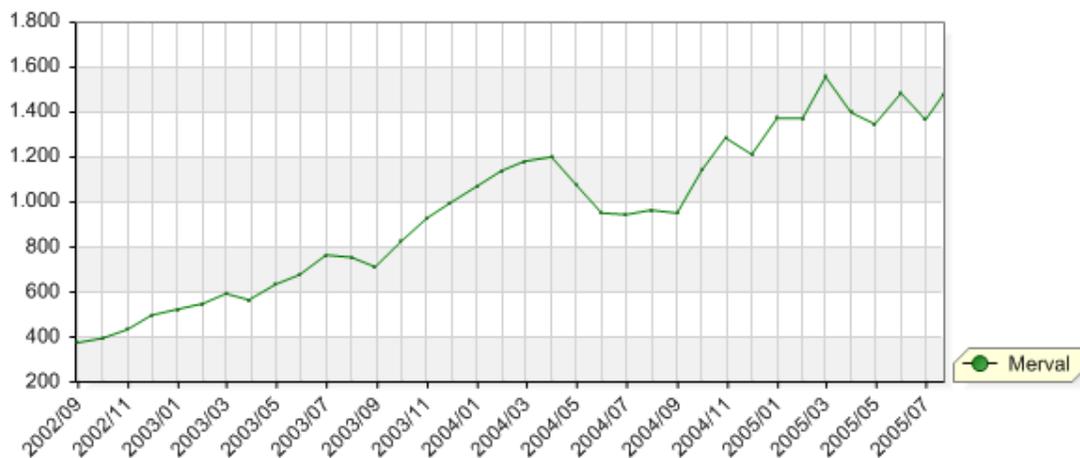


Grafico 1.

Tanto para adquirir como para vender acciones en el mercado secundario; se debe acudir a un Agente de Bolsa (Broker). No es posible negociar en forma directa entre las partes.

Se puede obtener un listado de los agentes autorizados a través de la Bolsa de Comercio.

En general las entidades financieras también ofrecen este servicio.

El agente cobra una comisión por su intervención, tanto en la compra como en la venta. Por ende, el agente siempre obtiene un beneficio, independientemente de los resultados que haya obtenido su cliente.

Cada agente establece su comisión libremente. Esta varía principalmente en función de la trayectoria del mismo, y se ubica alrededor del 1% + IVA, con un mínimo de \$20 ó \$30 + IVA.

A la comisión del agente hay que sumarle los siguientes gastos (estimativos):

Derechos de Bolsa y Mercado: 0.09%

Comisiones por custodia de la Caja de Valores: \$10 por trimestre

Comisiones por cobro de dividendos de la Caja de Valores: 2%

Es importante conocer el monto total de gastos (tantos de entrada como de salida) para determinar el beneficio neto obtenido.

Invertir en acciones implica, entre otras cosas, hacer un seguimiento del comportamiento del mercado y de las empresas en particular. Y no todo inversor dispone de tiempo y/o conocimientos para ello. En este caso sería recomendable invertir en algún Fondo Común de Inversión de renta variable y así dejar en manos de los expertos el trabajo "pesado".

LAS 10 MEJORES ACCIONES DE 2005 (Primer semestre)	Variación semestral	
	En pesos	En dólares
1. Alpargatas (ALPA)	189.58%	198.35%
2. Sociedad Comercial del Plata (COME)	113.50%	119.96%
3. Colorín (COLO)	75.00%	81.24%
4. Tenaris (TS)	57.04%	61.80%
5. Carlos Casado (CADO)	56.05%	60.78%
6. Carboclor (CARC)	43.00%	47.33%
7. Grimoldi (GRIM)	37.20%	40.98%
8. Banco Hipotecario (BHIP)	34.62%	38.69%
9. YPF (YPFD)	27.15%	31.00%
10. Mercado de Valores (VALO)	26.07%	30.23%
Resúmen bursátil I Semestre 2005 - I.A.M.C.		

Cuadro 4

3.2.2.4. CEDEAR's (Certificados de depósito argentinos)

Si deseara "globalizar" la cartera de acciones, podría hacerlo a través de los CEDEAR's.

Estos son certificados que representan acciones, aunque pueden ser otros títulos valores, de empresas extranjeras que no cotizan en nuestro país, pero tienen autorización para hacer oferta pública de sus valores en otros países. Es decir; que si quisiera incorporar a mi portfolio acciones de empresas como Coca-Cola o Unilever no sería necesario abrir una cuenta en el exterior, simplemente realizaría la compra de estos certificados en la Argentina (vía agente de bolsa).

De esta manera, el inversor local tiene la posibilidad de acceder a valores negociados internacionalmente.

Son emitidos una vez que los títulos valores de dichas empresas son dados en custodia.

Pueden representar uno o más valores de la misma especie, clase y emisor. La CNV puede autorizar que en los CEDEAR's se representen sólo fracciones de esos valores.

Pueden ser emitidos por la Caja de Valores, los bancos comerciales o de inversión y las compañías financieras autorizadas por el BCRA. En todos los casos, el emisor de CEDEAR's debe justificar un patrimonio de \$ 30 millones.

Cuando el titular así lo solicite, los certificados deben ser canjeados por los valores que representen, como así también al vencimiento del programa. Contra dicha entrega, los CEDEAR's deben ser cancelados y destruidos.

Al igual que las acciones locales pagan a sus tenedores dividendos trimestral, semestral o anualmente, según cada caso.

El emisor de los valores representados debe remitir estados contables adecuados a las normas vigentes en la Argentina. La información debe ser presentada y publicada en idioma castellano. También se exige publicar la información relevante del emisor.

El emisor de los CEDEAR's debe presentar, dentro de los 10 días, la información que el emisor de los valores publique o presente a su autoridad de control. También debe presentar toda información relevante dentro de las 24 horas de recibida o publicada y dentro de los 10 días la información contable.

A diferencia de las acciones nacionales, estos títulos no son sensibles a medidas que pueda tomar nuestro gobierno y que puedan afectar el funcionamiento de un sector o mercado, ya sea a través de la incorporación de nuevos impuestos o regulaciones.

Su adquisición se hace también a través de un agente de bolsa y los gastos son similares a los de una acción.

3.2.2.5. Bonos

Cuando nos referimos a bonos, es importante hacer la distinción entre bonos corporativos y bonos del estado. Es decir, entre aquellos emitidos por empresas privadas y los emitidos por el estado (nacional, provincial o municipal). A los primeros se los conoce como obligaciones negociables, mientras que a los otros, como títulos públicos. La diferencia en realidad radica en quien es el emisor. Hay que tener presente que en nuestro país las Obligaciones Negociables prácticamente carecen de liquidez, generalmente quien invierte en ON lo hace con la finalidad de quedárselas hasta el vencimiento, diferencia importante también respecto a los bonos públicos, quienes si tienen un mercado secundario importante en volumen, por ser un título más especulativo.

Quien emite bonos está buscando financiamiento, ya sea para un proyecto específico, para refinanciar deuda o para cubrir algún déficit financiero en general.

Se trata de una deuda documentada, que promete la devolución del capital más un interés (fijo o variable) compensatorio a su tenedor, siendo esta la principal diferencia frente a una acción. Se los denomina activos de renta fija o "fixed income". Su riesgo queda determinado por la capacidad de pago del emisor y la probabilidad de

que la cotización baje de precio. A mayor plazo, el riesgo será mayor y los inversores exigirán un mayor rendimiento.

Obviamente, cada bono tiene sus particularidades. Y para conocerlas en detalle es necesaria la lectura exhaustiva del *prospecto de emisión*. Este es el documento en donde se describen las condiciones bajo las que se realiza la emisión del título, como ser nombre del emisor, fecha de emisión, fecha de vencimiento y plazo, tasa de interés del cupón y esquema de amortización, monto de emisión y monto en circulación, garantías, la moneda de pago, el tipo de circulación (carturales o escriturales), los mercados secundarios de negociación, las cláusulas de rescate, el mecanismo de conversión en caso de ser bonos convertibles en acciones, el régimen impositivo, la legislación aplicable, las calificaciones de riesgo, y toda información necesaria para una correcta evaluación y determinación de la rentabilidad en función del riesgo asociado.

Si la emisión de estos títulos se hace bajo el régimen de oferta pública (ocurre en la totalidad de los casos), es obligatoria la presentación de dos calificaciones de riesgo, realizadas por Calificadoras de riesgo autorizadas por la CNV. Estas realizarán una proyección de la capacidad de repago del emisor ante diferentes escenarios posibles, y emitirán un informe con la correspondiente calificación.

La calificación es inherente a la emisión y no a la empresa, por lo que una misma compañía puede obtener diferentes calificaciones para distintos títulos.

Las calificaciones van de la AAA (excelente capacidad de repago, no presenta riesgos de inversión) hasta la D (situación de default), y E cuando el emisor no proporciona la información necesaria para la evaluación pertinente.

Para una mejor comprensión del mecanismo de un bono, es necesario tener presente algunos conceptos fundamentales:

- ⇒ La *fecha de emisión* de un bono indica el comienzo de la obligación. Ese día el emisor recibe el dinero del inversor y a cambio le entrega el bono. La *fecha de vencimiento* (“*maturity*”) indica el día en que el bono deja de existir, y el emisor termina con la obligación. El *plazo* es el período de tiempo que transcurre entre la fecha de emisión y la fecha de vencimiento.
- ⇒ La *tasa de interés* del cupón indica la tasa nominal que el emisor deberá pagar al inversionista durante el plazo de vida del bono. Puede ser fija, variable o una combinación. Con la tasa nominal se calcula el cupón de renta que indica el monto que recibirá el tenedor en concepto de intereses. La frecuencia de pago del cupón de renta puede ser mensual, trimestral, semestral. Cuando el bono no paga intereses, sino que paga el capital al vencimiento del mismo, se lo denomina cupón cero (“*zero coupon bond*”), la tasa de interés que el emisor paga queda implícita en el precio de descuento al que se emite el bono.
- ⇒ El esquema de *amortizaciones* indica como el emisor va a devolver el capital prestado al inversor. Las formas más comunes son a) amortización íntegra al vencimiento (“*Bullet bond*”), b) Amortizaciones periódicas: mensuales, trimestrales, semestrales, etc. (“*Amortizing bond*”).
- ⇒ La *tasa interna de retorno* (TIR) o *Yield to maturity* (YTM): es una medida de rendimiento del título. Es la tasa que iguala el valor presente de todos los flujos del bono (intereses + capital) con su precio. De acuerdo al tipo de bono que se esté analizando, se informan distintas medidas de rendimiento. En el caso de los bonos cuyas monedas de emisión originales sean pesos o dólares, la TIR resultante del

cálculo es una tasa nominal anual expresada en dicha moneda. En el caso de los títulos pesificados y ajustados por el CER la tasa de rendimiento resultante es una tasa real en pesos.⁹

Toda vez que el valor cotización coincida con el valor nominal (valor de emisión) la tasa del cupón prometida será igual a la TIR, es decir que el título cotiza a la par. Si el valor de cotización es inferior al nominal, la TIR será mayor a la tasa del cupón (cotización bajo la par); ya que se obtiene además un diferencial de precios, y en el caso que el valor de cotización sea superior al nominal, la TIR será menor a la tasa del cupón.

- ⇒ El *valor residual* es el monto del capital nominal que aún no ha sido cancelado por el emisor. Si se trata de un bono que amortiza capital íntegramente al vencimiento del mismo, su valor residual será igual al valor nominal a lo largo de su vida.
- ⇒ El *valor técnico* surge de adicionarle al anterior los intereses corridos (intereses no cobrados). Es el precio que debería pagar el emisor si hiciera un rescate anticipado.
- ⇒ La *duration* es un promedio ponderado del plazo de pago de los cupones, calculado sobre el valor actual de los flujos de fondos futuros. Es el punto futuro en el tiempo en el que, en promedio el inversor habrá recibido la inversión original ajustada por el valor tiempo del dinero. Se utiliza como medida de madurez y de riesgo de un bono. Permite comparar el riesgo entre distintos bonos.¹⁰
Es inversamente proporcional a la TIR del bono, ya que al descontar los flujos de fondos a una tasa más alta se asignan menores ponderaciones a los flujos más lejanos y mayores a los flujos más cercanos.
- ⇒ La *duration modificada* ("*duration modified*") es una medida de sensibilidad del precio del bono ante cambios en su tasa de rendimiento (TIR). Surge de dividir la duration por la TIR del bono

A efectos de poder aplicar en la práctica los conceptos desarrollados, se adjunta cuadro comparativo entre distintos bonos públicos.

⁹ Bonos.- principales indicadores. I.A.M.C.

¹⁰ Ariganello, C. y Tapia G. – Valuación de Bonos en el mercado de capitales. Ediciones Nueva Técnica

Análisis de rendimiento bonos performing* al 14/07/2005

Nombre	Vencimiento	Tasa	Vto Cupón	Precios			Variaciones Precio				Valor Técnico	Valor Residual	Paridad	TIR	Duración	Modified Duration
				Último	Máx.(1)	Mín.(1)	Diario	Sem.	Men.	Anual						
BONOS SOBERANOS EN MONEDA LOCAL INDEXADOS																
Boden 2007	03/02/2007	2% + CER	03/08/2005	167,25	167,3	153,8	0,1%	0,1%	1,4%	8,4%	82,67	50%	101,2%	0,31%	0,79	0,78
Boden 2008	30/09/2008	2% + CER	30/09/2005	119,70	120,6	107,9	-0,3%	0,5%	2,9%	10,6%	82,02	70%	102,2%	1,06%	1,67	1,65
PRE8	03/01/2010	2% + CER	03/02/2006	174,65	176,5	151,3	-0,4%	1,8%	4,3%	16,6%	174,35	100%	100,2%	2,16%	2,45	2,40
PRO11	03/12/2010	2% + CER	03/08/2005	163,00	163,5	140,8	-0,2%	2,5%	5,8%	15,6%	99,94	61%	99,6%	2,19%	2,58	2,53
PRE 9	15/03/2014	2% + CER	15/04/2008	95,45	96,5	80,0	-0,6%	0,5%	4,9%	3,2%	114,36	100%	83,5%	5,38%	5,56	5,27
Boden 2014	30/09/2014	2% + CER	30/09/2005	88,35	88,4	81,3	0,5%	2,6%	5,4%	N/A	108,23	100%	81,6%	5,08%	6,80	6,47
PRO12	03/01/2016	2% + CER	03/02/2006	159,25	159,3	128,8	0,8%	4,2%	6,3%	24,4%	175,12	100%	90,9%	3,96%	5,00	4,81
Bogar 18	04/02/2018	2% + CER	04/08/2005	135,00	135,0	115,3	0,0%	2,6%	4,1%	18,1%	162,31	98,0%	81,5%	5,18%	6,50	6,18
PR13	15/03/2024	2% + CER	15/03/2008	62,00	74,0	53,0	0,4%	0,0%	3,0%	-	114,36	100%	54,2%	6,87%	13,19	12,34
DIVP	31/12/2033	Step-up + CER	30/12/2005	110,70	112,3	87,8	-0,4%	3,0%	7,5%	N/A	117,73	100%	94,0%	6,35%	14,82	13,94
PAVP	31/12/2038	Step-up + CER	30/06/2024	41,55	42,4	33,9	-1,3%	3,4%	6,7%	N/A	112,17	100%	37,0%	6,00%	21,13	19,94
BONOS SOBERANOS EN MONEDA LOCAL																
	01/01/2010	0,74%	01/02/2006	78,50	79,0	50,5	0,0%	0,6%	3,6%	38,2%	116,33	100%	67,48%	18,96%	2,26	1,90
PRO 7	01/01/2016	0,74%	01/02/2006	46,25	53,5	38,5	0,5%	2,8%	2,4%	-1,5%	116,33	100%	39,76%	23,43%	3,80	3,08
BONOS SOBERANOS EN MONEDA EXTRANJERA																
Boden 2012 (2)	03/08/2012	Libor	03/08/2005	90,31	90,4	81,3	-0,2%	1,1%	2,3%	6,8%	100,92	100%	89,5%	8,35%	3,01	2,78
Boden 2013 (2)	30/04/2013	Libor	30/10/2005	80,52	82,6	71,3	0,0%	0,6%	1,5%	6,6%	100,66	100%	80,0%	9,25%	3,65	3,34
PAVA	31/12/2038	Step-up	30/09/2029	34,10	39,9	32,4	-0,8%	1,1%	3,3%	N/A	100,40	100%	34,0%	9,27%	15,45	14,14
PAVY (3)	31/12/2038	Step-up	30/09/2029	36,63	37,9	30,0	-1,3%	-	N/A	N/A	100,40	100%	36,5%	8,78%	15,90	14,62

								1,0%									
DIVA	31/12/2033	Step-up	30/06/2024	98,61	99,0	89,3	-0,4%	1,8%	5,9%	N/A	106,82	100%	92,3%	9,15%	12,58	11,53	
DIVY (3)	31/12/2033	Step-up	30/06/2024	95,25	97,7	77,0	-1,2%	0,5%	-	N/A	106,82	100%	89,2%	9,43%	12,43	11,36	
BONOS DE GOBIERNOS PROVINCIALES																	
TUCS 1	04/02/2018	2% + CER	04/08/2005	118,00	119,0	90,5	-0,4%	2,0%	3,6%	34,1%	162,31	98%	71,2%	7,43%	6,21	5,78	

Notas: (1) Precios máximos y mínimos del año 2005. Los bonos en dólares con Precios de la BCBA en pesos tienen el PRECIO convertido al tipo de cambio vigente.

(2) Los datos de este título fueron calculados sobre la base de la tasa LIBOR.

(3) Los precios de estos títulos son tomados del mercado internacional por lo que no incluyen intereses devengados.

* Bonos emitidos con posterioridad al default.

Gentileza: Grupo López León

Cuadro 5.

3.2.2.5.1. Bonos emitidos por el BCRA

Se trata de letras (LEBAC) y notas (NOBAC) que emite semanalmente el Banco Central de la Republica Argentina. Son instrumentos financieros destinados a absorber la mayor cantidad de dinero circulante. Son de corto (hasta 2 años) y mediano plazo (más de 2 años), respectivamente.

Se pueden adquirir a través de Bancos o Sociedades de Bolsa. Su adquisición primaria es mediante un proceso licitatorio. Existen dos tramos: uno competitivo donde participan inversores institucionales (mínimo un millón de pesos) y otro no competitivo donde participan los ahorristas con montos desde 1.000 pesos o las personas jurídicas (empresas) con un mínimo de 10.000 pesos. Al participar por el tramo no competitivo los ahorristas reciben la tasa de interés que se fija en el tramo competitivo.

Se han emitidos letras y notas en pesos y en pesos ajustables por CER, letras en dólares y Notas en pesos a tasa variable (Badlar + 2,5%). Estos títulos en su mayoría cuentan con un mercado secundario.

Durante el primer semestre del año, el stock de LEBAC pasó de \$14.879 millones a 22.555 millones.

3.2.2.5.2. Gastos y comisiones en la compra de bonos¹¹

1. Gastos de entrada (compra) y salida (venta): Es la comisión que cobra el agente autorizado por realizar la transacción. Esta comisión puede ser un monto fijo, un porcentaje sobre el monto total de la operación o una combinación de ambas. Estos gastos no están reglamentados, por lo que cada agente establece su propia política de comisiones (ronda en el 1%, con un mínimo de \$20 o \$25).
2. Gastos de custodia y mantenimiento: Los agentes autorizados cobran una comisión por mantener las cuentas de inversión siempre y cuando las mismas tengan activos en cartera. El monto de la comisión es fijo pero su valor varía según el agente y puede ser cobrado por el mismo en forma mensual, trimestral o anual.
3. Pago de interés y Amortización: El agente le cobra al cliente una comisión por la gestión de cobro de los cupones y del capital de cada bono. Usualmente esta comisión es un porcentaje sobre el monto que corresponda cobrar (2% estimativo).
4. Derecho de mercado y de Bolsa: Son impuestos que se deben pagar para poder realizar transacciones, aproximadamente 0.02%. En este caso el agente de bolsa actúa como agente de retención del mercado.
5. IVA: Este impuesto se cobra sobre las comisiones del agente de bolsa y sobre el derecho de mercado.

Para todas las comisiones en general existe un mínimo. Estos gastos mínimos tienen mayor impacto sobre el rendimiento para montos pequeños de inversión. Adicionalmente, cuanto más corto es el plazo de vida del bono o el horizonte de tiempo de la inversión mayor es el impacto de las comisiones sobre el rendimiento del bono.

3.2.2.6. Cheques de pago diferido

El cheque de pago diferido es una orden de pago librada en una fecha determinada para su posterior cobro (fecha distinta de la del libramiento). Esta última no debe ser superior a los 360 días, respecto de la primera.

¹¹ Fuente: www.portfoliopersonal.com.ar

Hasta tanto no se produzca la fecha de vencimiento, el cheque no puede ser presentado para su cobro.

A través del decreto 386/03 estos títulos pueden ser descontados en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires antes de su vencimiento. Y así nace una nueva alternativa de inversión para quienes tengan excedentes de fondos.

La tasa a la que se descuentan estos cheques constituye la ganancia del inversor y el único costo asociado es la comisión del agente, que puede ser del 0,50% aproximadamente.

<u>Cheques de pago diferido negociados en 06-2005</u>			
Plazo	Volumen	% Total	Tasa promedio
0-30	3.339.649,00	18,41%	6,66%
31-60	2.473.293,00	13,63%	7,19%
61-90	3.077.852,00	16,97%	7,73%
91-120	2.176.307,00	12,00%	8,47%
121-180	4.038.850,00	22,26%	8,59%
181-270	521.356,00	2,87%	8,43%
271-365	2.512.844,00	13,85%	11,45%

Fuente: Compañía Inversora Bursátil - Sociedad de Bolsa

Cuadro 6.

Es importante destacar que el acumulado del primer semestre del año (\$ 72 millones) ya supera el total negociado en todo 2004 (\$ 43,7 millones).

3.2.2.7. Valores fiduciarios: Títulos de deuda y Certificados de participación en Fideicomisos Financieros

La ley N° 24.441, en su Art. 1° establece que *"habrá fideicomiso cuando una persona (fiduciante) transmita la propiedad fiduciaria de bienes determinados a otra (fiduciario), quien se obliga a ejercerla en beneficio de quien se designe en el contrato (beneficiario), y a transmitirlo al cumplimiento de un plazo o condición al fiduciante, al beneficiario o al fideicomisario"*.

De esta forma el bien fideicomitado sale del patrimonio del fiduciante para formar parte del fideicomiso (aisla el riesgo). Esta transmisión de dominio implica la conformación de un nuevo patrimonio de afectación.

El ejemplo más representativo de un fideicomiso financiero hoy se está dando con los créditos de consumo. Empresas que venden electrodomésticos (fiduciante) en cuotas ceden sus créditos a un fideicomiso (que será administrado por un fiduciario), con el objeto de hacerse de liquidez inmediata a bajo costo, la que es aportada por los adquirentes de certificados de participación y/o títulos de deuda emitidos por el fideicomiso. Estos últimos realizan el aporte con la esperanza de recibir en el futuro un rendimiento por sobre ese capital y la devolución del mismo.

Los títulos de deuda son asimilables a un bono, ya que ofrecen una tasa de rendimiento más la devolución del capital. Y los certificados de participación se asemejan a acciones, ya que no hay rendimiento asegurado.

Los títulos de deuda pueden ser de diferentes tipos, de acuerdo al riesgo a asumir. Por ejemplo pueden emitirse clase A con un 5 % de rentabilidad, y clase B con un 7,50 %. La diferencia sería que los clase A tendrían privilegio de cobro por sobre los B. Y solo en el caso de quedar un remanente, este sería repartido entre los tenedores de certificados de participación en función del aporte realizado.

Estos títulos son colocados en oferta primaria a través de procesos licitatorios bajo la supervisión de la CNV, y luego pueden comercializarse en el mercado secundario.

3.2.2.7.1. Casos reales de fideicomisos financieros:

<p>SECUBONO IX Activo subyacente: Créditos o financiaciones de consumo originado por Red MEGATONE y CONFINA</p> <p>Período de colocación: 2 junio al 8 de junio de 2005</p> <p>Sistema de colocación: Holandés</p> <p>Fecha de corte: 30 de abril de 2005</p> <p>Fecha de liquidación: 10 de junio de 2005</p> <p>Características de la emisión Certificado de Participación Clase A</p> <p>Monto de la emisión: \$ 25.093.336</p> <p>Tasa de interés: Fija del 7,50% nominal anual</p> <p>Duration: 3.95 meses</p> <p>Calificación: "AAA" Fitch Argentina</p> <p>Certificado de Participación Clase B</p> <p>Monto de la emisión: \$ 2.066.510</p> <p>Tasa de interés: Variable, equivalente a la tasa BADLAR + 500 puntos básicos anuales con un mínimo de 9.75% y un máximo de 18%.</p> <p>Duration: 8.56 meses</p> <p>Calificación: "AA - "Fitch Argentina</p> <p>Certificados de Participación Clase C</p> <p>Monto de la emisión: \$ 2.361.726</p> <p>Calificación: No cuenta con calificación</p> <p>Agentes colocadores: Banco de Valores S.A. y Cía. Inversora Bursátil Soc. de Bolsa S.A.</p>
--

Fuente: www.portfoliopersonal.com.ar

Cuadro 7.

Cédulas Hipotecarias Serie IV	
Fecha Publicación:	03-06-2005
Fecha de vencimiento:	16-06-2005
Fiduciario:	Deutsche Bank S.A.
Fiduciante:	Banco Hipotecario
Bienes Fideicomitidos:	Préstamos hipotecarios individuales
Valor Nominal de la Emisión:	V\$N 64.596.758.-
Títulos Emitidos:	Valores Fiduciarios
Renta:	Mensual
Amortización:	Mensual
Tasa de corte:	Precio: \$102.5
Tasa de Cupón:	CPA: variable, mínimo del 8% máximo 15% / CPB: 11% fijo
Tipo de Cupón:	VRD Clase A: (i) 8% TNA para el primer periodo de devengamiento de intereses; y luego (ii) máximo entre CER 100 p.b. o Tasa Encuesta 200 p.b. con un mínimo del 8% TNA y un máximo del 15%. VRD Clase B: Interés Fijo del 11%
Calificadora de Riesgo:	Standard & Poor's
Calificación CP:	CPA: AA+/CPB: BBB
Moneda:	Pesos
Plazo:	CPA: 64 meses
Cotización:	Cotizarán y se negociaran en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y el MAE

Cuadro 8.

Mercado secundario de Cédulas Hipotecarias de Ahorro		
- cotización al 21/07/2005 -		
	Apertura	Cierre
Serie I	101,20\$	101,00\$
Serie II	109,00\$	108,00\$
Serie III	105,00\$	104,75\$
Serie IV	106,00\$	106,15\$

Cuadro 9.

Es importante el desarrollo que se está observando en estos instrumentos alternativos, en junio se emitieron \$ 276 millones, acumulando \$ 1,557 millones en el año¹².

3.2.2.8. Pase - Caución bursátil

El *Pase Bursátil* consiste en la instrumentación en un solo contrato de una compra o venta de contado o para un plazo determinado de una especie y la simultánea operación inversa de venta o compra de la misma especie, para un mismo comitente y en un vencimiento posterior.

¹² Resumen bursátil I Semestre 2005- I.A.M.C.

La *caución bursátil* es un pase en el cual el precio de venta al contado es inferior al de cotización y resulta de los aforos (entre el 40% y el 80%) que fija periódicamente el Merval, siendo además el precio de la venta a plazo, superior al de la venta al contado.

En ambos casos se trata de una especie de "préstamo garantizado", ya que quien toma los fondos prestados, debe dejar sus títulos como garantía. Desde el punto de vista del inversor, estaríamos hablando de una colocación a plazo fijo garantizada por un título valor. La tasa se conoce al momento de concertar la operación, y se puede realizar por períodos entre 7 y 120 días.

La comisión del agente (caución colocadora) oscila en un 2,5% anual + IVA, con un mínimo de \$25 + IVA.

Cauciones concertadas el 22-07-2005 -				
Fuente:www.bolsar.com				
Plazo (días)	Vencimiento	Monto contado	Monto futuro	Tasa promedio (%)
7	29/07/2005	\$ 48.898.655,00	\$ 48.937.596,00	4,150
10	01/08/2005	\$ 1.981.181,00	\$ 1.983.476,00	4,220
12	03/08/2005	\$ 192.789,00	\$ 193.065,00	4,350
13	04/08/2005	\$ 285.571,00	\$ 286.036,00	4,570
14	05/08/2005	\$ 3.501.315,00	\$ 3.508.245,00	5,150
17	08/08/2005	\$ 470.100,00	\$ 471.413,00	5,990
19	10/08/2005	\$ 12.040,00	\$ 12.068,00	4,490
21	12/08/2005	\$ 1.715.605,00	\$ 1.720.935,00	5,400
26	17/08/2005	\$ 24.900,00	\$ 24.998,00	5,520
27	18/08/2005	\$ 8.600,00	\$ 8.631,00	5,000
28	19/08/2005	\$ 20.000,00	\$ 20.092,00	5,990
31	22/08/2005	\$ 4.011.627,00	\$ 4.032.948,00	6,250
90	20/10/2005	\$ 10.000,00	\$ 10.191,00	7,750

Cuadro 10

3.2.2.9. Opciones

Quien adquiere una opción está comprando el derecho a comprar o vender una determinada cantidad de títulos, dentro de un tiempo establecido y a un precio fijo.

Debe quedar en claro que se adquiere un derecho y no una obligación. Es decir, que llegado el momento; si el titular no desea comprar o vender, puede no hacerlo.

3.2.2.9.1. Elementos:

- Lanzador: es quien hace la oferta de la opción y percibe la prima. Quedara obligado a vender o comprar si el titular ejerce su derecho.
- Tomador / titular: es quien adquiere la opción y paga la prima.
- Prima: precio que se paga al adquirir la opción. Es el valor del "derecho a". Se negocia libremente entre las partes.
- Precio de ejercicio: valor de compra o venta de los títulos en cuestión, que se deberá pagar / cobrar si se ejerce la opción.

- Plazo: lapso de tiempo dentro del cual se podrá ejercer el derecho. En algunos casos solo se puede ejercer la opción al vencimiento (“opciones europeas”).

3.2.2.9.2. Tipos De Opciones:

- ⇒ Opciones de compra: son las más comunes. Se las denomina “CALL”. El tomador adquiere el derecho a comprar una determinada cantidad de títulos (“lote”).
- ⇒ Opciones de venta: son menos usadas. Se las denomina “PUT”. El tomador adquiere el derecho a vender una determinada cantidad de títulos (“lote”).

Quien lanza una opción de compra está apostando a que el mercado bajará, o que de haber una suba sería insignificante, de manera tal que el tomador no ejercería su derecho. Y así el lanzador ganaría la prima.

Quien adquiere la opción de compra está apostando a una suba del mercado. De esta manera, asegura un precio futuro menor, llegado el momento ejerce la opción, vende y se hace de la diferencia. Esta sería positiva toda vez que el precio de venta sea mayor al precio de ejercicio más la prima y los gastos asociados (comisiones de agente y derechos de mercado). Si no ejerce su derecho, lo único que pierde es la prima.

La comisión del agente oscila en un 1,5% anual + IVA, con un mínimo de \$25+ IVA.

Se pueden armar estrategias a través de la combinación de distintos tipos de operaciones, a fin de minimizar los riesgos.

Las opciones que cotizan en el Mercado de Valores tienen vencimiento el 3º viernes de cada mes par.

Para conocer la cotización de una opción, es importante primero poder identificarla. Por ejemplo, “ACIV1.75SE” significa que se trata de una opción de venta de acciones de Acindar a un precio de ejercicio de \$1,75 con vencimiento en septiembre (Acción – compraventa – precio de ejercicio – mes de vencimiento).

No es recomendable para inexpertos, ya que hay que estar muy atento a los movimientos del mercado y realizar la operación en el momento oportuno.

La mayoría de las opciones tienen como activo subyacente acciones, y en menor proporción sobre Índices. Pero también se negocian sobre granos (trigo, soja, maíz, etc.) y el índice de novillo argentino.

“Es una buena herramienta hoy para el mercado agrícola en la Argentina. Para aquel que quiere invertir en tierra pero no se quiere ensuciar las manos. Después de la gran suba de la soja, todo el mundo se volcó a producirla, porque es lo que rinde. Pero en algún momento va a faltar trigo, maíz, girasol. Los ciclos de precios se dan siempre en todos lados y son reiterativos. Si se arma un pool de siembra, se invierte en ese pool corriendo el riesgo de perder todo, pero comprando opciones el riesgo quedaría acotado a la pérdida de la prima”¹³.

¹³ Zuchovicki, C. – Director comercial BCBA – Entrevista 07/2005

Aclaraciones: En el mercado local, todas las operaciones de futuros son sobre dólar.

3.2.2.10. Negociación a futuro de Índices

Un contrato de futuro es una operación por la cual el comprador y vendedor se comprometen a concretar la operación a una fecha determinada. El comprador tiene la obligación de comprar el activo subyacente, y el vendedor de entregarlo. Y aquí radica la principal diferencia con las opciones, ya que en estas últimas, no existe obligación, sino derecho.

Al concertar la operación, se fija el precio hacia futuro de la especie transada. Se abre una cuenta de margen, para anotar créditos y débitos, según la variación diaria del precio de la especie, con respecto al valor futuro pactado. Se exige la reposición diaria de pérdidas y, si la parte obligada no la efectúa, se cierra la posición

En el caso de los índices, la unidad de negociación es la cartera teórica que compone el índice en cuestión. Por ejemplo:

- ⇒ Índice Merval: cartera teórica de acciones de empresas líderes
- ⇒ Índice Merval Argentina (M.AR): cartera teórica de acciones líderes exclusivamente argentinas.

Existe una unidad mínima de negociación y suele ser de tantas veces la composición de la cartera del Índice.

El Indol y Rofex son contratos de índice dólar futuro pertenecientes al Mercado de Valores y al Mercado a Término de Rosario, respectivamente. Se asegura el precio de la divisa a una fecha determinada.

Estos índices entregan pesos como compensación para la compra de U\$S.

Los futuros permiten conocer las expectativas de los operadores.

Tampoco es recomendable para inexpertos porque es uno de los más especulativos.

3.3. Perspectivas y Tendencias¹⁴

Ya no hay que hablar de un lugar, sino del mundo como escenario.

Lo que se está poniendo de moda a nivel mundial son los **ETF's**, que son parecidos a un Cedeas, pero el subyacente no es uno solo sino un montón de activos. Son fondos con cotización intradiaria (al igual que una acción) diseñados para replicar un índice específico anteriormente predeterminado. Estos índices pueden estar compuestos por diferentes activos: Acciones norteamericanas, acciones regionales, acciones de países emergentes, acciones vinculadas a un sector en particular, incluso Bonos del Tesoro Norteamericano, Bonos Corporativos, etc.

Como característica podemos señalar que tienen bajos costos, alta liquidez y gran diversificación.

¹⁴ Zuchovicki, C. – Director comercial BCBA – Entrevista 07/2005

El más conocido es el QQQ, que replica el índice NASDAQ. Es como un fondo común de inversión, pero en forma directa, no se compra un instrumento en particular, sino un promedio.

3.3.1. Descripción de algunos índices¹⁵:

- **EEM:** índice de mercados emergentes. El 53% de este índice esta invertido en activos de Asia, (Corea del Norte, Corea del Sur, Taiwán y China), mientras que el restante esta invertido en países de Latinoamérica (México, Brasil, Argentina, Venezuela, Perú) y en otras economías emergentes.
- **QQQ:** índice que replica el Nasdaq Composite. Es el que tiene mayor porcentaje de apreciación con respecto a sus niveles máximos obtenidos (en comparación con el índice DIA y SPY, que replican el Dow Jones y el S&P 500).
- **XLF:** ETF de servicios financieros.
- **SPY:** ETF que replica el S&P 500. Es el más conservador.
- **DIA:** ETF que replica el Dow Jones de 30 empresas industriales.
- **CHN:** ETF que invierte en activos de China.
- **IGW:** ETF de semiconductores.

También existen los Royalty trust, que empiezan a operar sobre materia prima. Por ejemplo inversiones en oro. Las grandes bancas arman un depósito. En ese depósito compran el oro físico, emiten un certificado por ello, y lo venden. También se han armado con petróleo, aluminio, acero, etc.

Esta es la tendencia. Se está comprando un instrumento financiero, pero el subyacente, no es una compañía, no es un país.

4. CONCLUSIONES

- ⇒ Si bien nuestro sistema financiero no es tan rico en la oferta de instrumentos como en otros países más desarrollados, **existe una amplia gama perfectamente identificable a los diferentes perfiles de los potenciales inversores**. Desde el típico plazo fijo para los conservadores hasta las acciones para los más osados, quedando en el medio una serie de instrumentos varios. Conocidos los instrumentos; es necesario determinar el comportamiento de cada uno en función de los escenarios posibles.
- ⇒ La **relación riesgo-rendimiento** estará inmersa en toda inversión, no existe el máximo rendimiento al mínimo riesgo, la relación es totalmente directa. Por ello es aconsejable la diversificación del portfolio, obteniendo así la posibilidad de un rendimiento promedio.
- ⇒ **Una correcta planificación de nuestras inversiones evitará sorpresas futuras** (aunque nadie puede escapar a lo inesperado) o al menos minimizará su efecto. En caso de ser necesario habrá que recurrir a un asesor financiero. Hay que tener presente también que rendimientos pasados no necesariamente se repetirán en el futuro.

¹⁵ www.puentenet.com

- ⇒ **Es importante estar informado y sobre todo a tiempo**, para no caer en lo típico, en lo que el común de la gente hace, o en la burbuja cuando está por explotar.
La Bolsa de Comercio de Buenos Aires, a través de su fundación, dicta cursos gratuitos; abiertos a la comunidad, sobre operatoria bursátil, donde se explican los principales instrumentos de negociación¹⁶.
- ⇒ **En la Argentina, solo el 2% de la población económicamente activa invierte en acciones**, cuando en otros países, como Brasil (40%) o EE.UU. (65%) es porcentaje es mucho mayor¹⁷, y esto se debe fundamentalmente a la falta de conocimientos o cultura bursátil.
- ⇒ **Hoy las oportunidades de negocio se presentan en las pequeñas empresas que necesitan capital intensivo para crecer en escala.** ¿Cómo acceder a ellas? En un primer paso financiándolas a través del descuento de cheques de pago diferido, a través de un fideicomiso como posible segundo paso, para finalizar con la compra de acciones de estas compañías, porque todas las que hoy son grandes empezaron como pequeñas empresas. Y sobre esta última etapa hoy está trabajando la Bolsa de Comercio, sobre un posible panel de cotización de PyME¹⁸.
- ⇒ **La confianza que el inversor deposita en el sistema financiero se traduce, o al menos debería ser así, en mayores créditos para la comunidad; motor esencial para el crecimiento de un país.**

5. FUENTES CONSULTADAS

- Erpen, Mónica: "Cómo financiar a la empresa a través del Mercado de Capitales" –Una guía de instrumentos para no especialistas
- Bonos – principales indicadores. Instituto Argentino de Mercado de Capitales (I.A.M.C.)
- PRO.DI.BUR : Programa de difusión bursátil – Instituto Argentino de Mercado de Capitales
- Pascale, Ricardo – Decisiones financieras – Ediciones Macchi – 1997
- Porto, José Manuel – Fuentes de Financiación – Editorial Buyatti 2004
- Weston, Fred y Brigham, Eugene – Fundamentos de Administración Financiera- Editorial Mc Graw Hill – 1998
- Albornoz C, Tapia G, Castro M. y Núñez R.: "Fideicomiso, creatividad en la ingeniería financiera para superar la crisis" – Cuaderno Profesional N° 6 CPCECABA.
- Ariganello C. y Tapia G. – Valuación de Bonos en el mercado de capitales – Ediciones Nueva Técnica SRL.
- Informe de Coyuntura N° 255 – 08-2005 – CPCECABA.
- Entrevista Lic. Claudio Zuchovicki – Bolsa de Comercio de Bs. As.
- Entrevista Dr. Juan Manuel Montenegro – Grupo López León
- Colaboración de Roberto Manicchio – Banco Galicia
- Colaboración de Adrián Mastrorizzo – Banco Río
- www.portfoliopersonal.com.ar
- www.bolsar.com

¹⁶ www.bolsar.com

¹⁷ www.infobaeprofesional.com. (27-07-05)

¹⁸ Zuchovicki, C. – Director comercial BCBA – Entrevista 07-2005

- www.merval.sba.com.ar
- www.iamc.sba.com.ar
- www.ravaonline.com
- www.ecolatina.com
- www.enplenitud.com
- www.bna.com.ar
- www.bankboston.com.ar
- www.e-potecario.com
- www.fondosargentina.org.ar
- www.puentenet.com
- www.cpcecf.org.ar
- www.capitalmarkets.com.ar
- www.bcra.gov.ar
- www.bancorio.com.ar