

Mercado de capitales y sistemas financieros

Tapia, Gustavo N.

1. Introducción y conceptos

En la Economía de un país existen dos sectores bien diferenciados pero indisolublemente ligados: el sector real y el sector financiero. El desarrollo de la producción de bienes y servicios del primer sector, incide en el desarrollo del segundo, en tanto que un sistema financiero eficiente potencia a la Economía en general y particularmente al sector productivo.

El sistema financiero está constituido por las unidades económicas superavitarias y deficitarias, por los intermediarios financieros y por los órganos de regulación y control. Así es como se relacionan los instrumentos financieros, con las normativas legales y procedimentales y con los mercados financieros. A nivel mundial, en los entornos económicos financieros, en los últimos tiempos, se han manifestado una mayor regulación y control por parte de autoridades nacionales, regionales y supranacionales, a partir de los emergentes de las crisis económicas financieras y de los hitos de las mismas sobre el sistema financiero internacional y entidades bancarias. En este sentido, es importante destacar que uno de los efectos de la globalización financiera es la estrecha interrelación entre la inversión y financiación entre los países y bloques económicos con los comportamientos en cadena que son factibles de producirse ante la eclosión de los eventos.

Los intermediarios financieros vinculan a los inversores con los demandantes de fondos, siendo los principales operadores las entidades financieras, las cambiarias, los agentes de bolsa y del mercado abierto, los agentes de colocación y los organizadores comerciales (arranger). Todos estos actores en el mundo actual son nacionales y del exterior, públicos y privados, regionales e interbloque, lo que implica la comprensión previa de los esquemas de operación con las finalidades perseguidas y responsabilidades, en un contexto más complejo y variable.

En el sistema financiero, se opera con activos financieros que representan un depósito de valor y una promesa de rendimiento al tenedor de los mismos. Por eso otorga el derecho de percibir en el futuro los recursos ya puestos a disposición. Las características primarias de los instrumentos financieros son la liquidez, el rendimiento y el riesgo, sin perjuicio también de que corresponda analizar el plazo, la garantía y la volatilidad. Aún cuando el instrumento financiero sea la forma en que se desarrolla la operación económica financiera en un entorno móvil, la expectativa primaria de los inversores es el sostenimiento del valor de los fondos colocados —lo que necesariamente debe contemplar la conservación del poder adquisitivo de los bienes pretendidos dado un nivel de inflación—, y es por eso que los instrumentos a utilizar deben ser claros para los receptores y los emisores en materia de condiciones que afectan los rendimientos y activan los riesgos de operación. De ello se deduce, la relevancia que posee el instrumento para que la operación se lleve adelante y la confianza en la recepción del depósito y su evolución.

Dentro de los diferentes mercados financieros se considerarán diferentes instrumentos.

Así en el Mercado de Dinero, en el cual se negocian instrumentos financieros en moneda doméstica, para el mercado de pases y con el objetivo de atenuar el impacto de situaciones de iliquidez transitoria el Banco Central —BCRA— proporciona fondos mediante pases activos y compra de títulos (LEBAC, NOBAC); para el mercado interbancario argentino y en la intermediación financiera con privados se colocan fondos a plazos.

En el Mercado de Divisas, se llevan a cabo transacciones en moneda extranjera por operaciones de comercio exterior y otras negociaciones generalmente de índole internacional. Dentro de ellas debemos considerar la existencia de operaciones con futuros que tienen cierta incidencia en las cotizaciones actuales.

En el Mercado de Capitales, los instrumentos básicos de negociación son los bonos y las acciones, cuyo finalidad es financiación a mediano y largo plazo, no obstante, también pueden efectuarse operaciones a plazos inferiores al año, como el descuento de cheques con pago diferido, las cauciones, las opciones, otros derivados. En la Argentina, estas operatorias se llevan a cabo a través de los agentes de bolsa en el sistema bursátil y los agentes extrabursátiles en el mercado abierto electrónico. Principalmente, los instrumentos financieros que se negocian en este mercado son: Títulos públicos emitidos por la Nación, Provincias, Municipios o Entidades autárquicas; Títulos privados como obligaciones negociables, títulos de deuda y certificados de participación en fideicomisos financieros; Acciones; Compra y Venta en firme a futuros sobre títulos y acciones; Opciones financieras. Es dable, un mayor desarrollo de otros instrumentos financieros en el Mercado de Capitales, como el de las cédulas hipotecarias y otros también relacionados con actividades productivas específicas.

En el mercado de capitales también podemos distinguir entre el mercado primario y el mercado secundario. En el primario los emisores de los títulos —sean gobiernos o empresas— lo hacen de modo inicial y sobre la base de negociaciones privadas se colocan en instituciones como el ANSES, Compañías de Seguro, y Dealers nacionales e internacionales, lo que caracteriza a este segmento como de grandes inversores. En el mercado secundario las compras y ventas posteriores de estos títulos se realizan a través de agentes de bolsa o de mercado abierto, favoreciendo el ingreso de unos y el egreso de otros conforme las condiciones de liquidez del mercado y del título que se comercialice.

También coexiste junto a los mercados mencionados previamente, otros Mercados no institucionalizados en los cuales también se intermedian instrumentos financieros. Una de las formas que se adopta lo conforma el denominado **mercado interempresario**, en el cual las empresas transfieren fondos entre sí según sus disponibilidades y necesidades financieras. Otra es la llamada **banca informal** que brinda servicios a una gran cantidad de personas y organizaciones que no pueden acceder (o no quieren) al sistema bancario formal, y en la que las operaciones financieras más usuales son el descuento de cheques, los créditos de cooperativas o mutuales para consumo, el fondeo de hipotecas de inmuebles. En ocasiones este sector vende a los bancos carteras de créditos para ser securitizados.

También participan del sector no institucional la **banca marginal** compuesta por operadores que no califican para operar como entidades financieras y que intermedian fondos de personas y empresas como créditos para consumo, préstamos contra cheques, descuento de documentos, hipotecas, etc., constituyendo para muchos tomadores la única fuente de créditos. Estos mercados se caracterizan por vincular además un alto nivel de informalidad en las operaciones por parte de los tomadores con un grado de flexibilidad y rapidez de respuesta por parte de los prestamistas.

Entre los instrumentos financieros y operaciones más usuales en el mercado financiero primario (sin intermediarios) se destacan: la cuenta corriente comercial, el cheque diferido, los pagarés, la factura de crédito, el leasing operativo y el fideicomiso no financiero.

En el mercado financiero secundario (con intermediarios), debemos distinguir la entre la operatoria según se desenvuelva en el mercado de capitales o con entidades financieras. En el primer caso, los instrumentos característicos son las acciones, las cauciones, las obligaciones negociables, los fideicomisos financieros, los mercados a término, las opciones bonos, la securitización y los swaps. En las Entidades Financieras, con el fondeo de cajas de ahorro, de plazo fijo y de cuenta corriente, se financian préstamos personales, prendarios, hipotecarios, descuento de documentos, facturas de crédito, factoring, leasing, warrants, operaciones de comercio exterior. Es importante destacar que la participación de las operaciones bancarias institucionalizadas, por tamaño y grado de financiación, se han desarrollado sobre todo en los préstamos personales para consumo y en los prendarios e hipotecarios, y con poca presencia en las actividades productivas, sobre todo considerando actividades particulares y economías regionales.

Entre las entidades financieras que realizan intermediación habitual entre la oferta y la demanda de recursos financieros están expresamente comprendidos los bancos comerciales, los bancos de inversión, los bancos hipotecarios, las compañías financieras, las sociedades de ahorro y préstamo para la vivienda y otros inmuebles, y las cajas de crédito. Esta enumeración no es excluyente de otras entidades que el Banco Central pueda autorizar.

En cuanto a los bancos, los comerciales se constituyen bajo una sociedad anónima o cooperativa con una actuación natural en el corto plazo, aún cuando les está permitido operar en el mediano y largo plazo. Es importante destacar que integran el sistema monetario al poder crear dinero bancario. Los bancos de inversión que sólo pueden adoptar la forma de sociedad anónima tienen por misión facilitar a las empresas la obtención de capitales fijos y créditos a mediano y largo plazo, intermediando en el mercado de capitales. Los bancos hipotecarios otorgan créditos sobre inmuebles urbanos y rurales y también intermedian en el mercado de capitales.

2) Sector bancario e influencia sobre el resto de la economía

El incremento de la actividad del sector bancario y, su mayor y mejor integración con las instituciones y personas dependerá de al menos dos cuestiones esenciales:

1. Una mayor eficiencia del sector bancario y del sistema financiero en su conjunto.
2. El aumento del ahorro, base para el desenvolvimiento de las actividades económicas.

En el primer caso deben contemplarse especialmente:

- * las economías de escala de las operaciones en sector bancario,
- * la propensión a una mayor bancarización por parte de sectores que operan en circuitos de baja o nula formalidad,
- * el uso de instrumentos adecuados para la captación de ahorro y,
- * el financiamiento de los sectores productivos, de consumo, etc., según sus particularidades y con especial consideración en la temática de vivienda y efectos sobre empresas PyMes,
- * la utilización de tecnología y sistemas de información en relación con el proceso de bancarización y captación de usuarios,
- * la ponderación de las posibilidades de modificaciones fiscales que de manera directa e indirecta puedan incidir en la actividad bancaria, cambiaria y monetaria y disposiciones del banco central y laborales emergentes de la leyes de contrato laborales.

En el segundo caso, bajo la consigna de que una de las principales funciones del sistema financiero es la custodia y la protección del patrimonio del ahorrista, el análisis y orientación está puesto en lograr un creciente y sostenido aumento en la tasa de ahorro canalizada en el sector bancario. En este sentido, se comprende que la confianza en la moneda y las posibilidades concretas de proyectos de inversión rentables por parte de las empresas, son cuestiones elementales para este logro, alentando la captación de fondos de inversores radicados o residentes en el país o fuera de él.

Sector bancario y desarrollo económico

En la agenda clásica del desarrollo se promueve una acción decidida del Estado centrada en la creación de infraestructura, la capacitación de los recursos humanos, la investigación científica - tecnológica y la industrialización. En este ámbito y bajo la consigna de la sustentabilidad, en el que además deben administrarse recursos estratégicos, el sistema financiero tiene un rol fundamental en la ejecución de políticas con orientación productiva del ahorro.

A nivel nacional, el desarrollo económico social también tiene aspectos regionales y locales que deben ser atendidos. Si se considera la diversificación del sistema productivo y el dinamismo externo de la actividad económica impulsar la bancarización en este proceso es esencial para acompañar el crecimiento y para sostener los niveles de actividad.

Sin ninguna duda esta empresa exige actuaciones en la macroeconomía, pero también en el plano microeconómico vinculando las actividades productivas con las laborales y la gestión empresarial, resultando una concertación estratégica entre los agentes socioeconómicos para la inversión y la financiación de las operaciones.

Pero también es cierto que el ahorro está generado por los ahorristas, y ellos forman parte de una cultura que los ha alejado del ahorro y de los bancos como instituciones confiables para custodiar la conservación en el futuro de su poder de compra actual. En concreto en la propensión al ahorro intervienen no solo factores económicos sino también sociales y culturales que inciden en su sentido y magnitud.

Qué se espera del sistema financiero

Entre las principales funciones del Sistema Financiero se señalan las siguientes:

- * Captar, conservar y mejorar el patrimonio de los ahorristas del sistema financiero bancario.
- * Facilitar la función del ahorro y propiciar su inversión en actividades productivas, sin perjuicio de respetar la decisión de su consumo por parte de los propietarios conforme las normas legales y convenios efectuados.
- * Producir información ex ante sobre oportunidades de inversión.
- * Realizar controles ex post sobre la ejecución de proyectos.
- * Gestionar el manejo del riesgo tanto en actividades de ahorro como en las de financiación.

- * Favorecer el intercambio de bienes y servicios.

- * Promover el uso adecuado de instrumentos financieros contemplando particularidades y especificidades de sectores, actividades, regiones y tamaños

- * Evitar la consecución de delitos por la vía de las instituciones bancarias (lavado del dinero, narcotráfico, etc.)

Los mejores sistemas financieros se caracterizan por propiciar el aumento de la tasa de crecimiento del producto y la productividad de la Economía, asignando de modo más o menos eficiente los recursos existentes lo que contribuye a las metas del desarrollo.

3) Mercado de capitales y sistemas financieros.

La función básica del sistema financiero y de los mercados de capitales es la de conectar a los ahorristas con excedentes de capital, con aquellos que necesitan fondos para realizar sus inversiones. Esta asignación de recursos implica un correcto funcionamiento del sistema de precios —tasas de interés—. En la medida que los mercados tengan mayor eficiencia, los precios incorporan la información económica financiera relevante y los riesgos asociados que implican expectativas inciertas sobre el futuro. Un mercado eficiente, debe transmitir los rendimientos y los riesgos aceptables sobre la base de los rendimientos esperados y también debe contemplar los riesgos que no se desean asumir.

En los momentos más álgidos de una crisis económica, se produce situación de distorsión, donde el riesgo se dispara, desaparece la liquidez, no existen precios representativos y resulta difícil realizar transacciones en los mercados financieros y de capital. Esto puede significar situaciones de pánico financiero en la que se manifiestan fugas de depósitos, caída de la actividad económica, fuga de capitales, altas tasas de inflación, movimientos abruptos en las tasas cambiarias, corridas bancarias, como lo muestran las crisis económicas financieras más trascendentes a lo largo de la historia.

En lo que respecta a las causas de estas crisis, se reconocen dos tipos de factores, uno exógeno conformado por los cambios en las políticas monetarias de los países centrales, por las fallas en los mercados de capitales (fundamentalmente por asimetría de información), y por mecanismos de transmisión de contagio; y otro de tipo endógeno, en que pueden exteriorizarse deficiencias en las políticas macroeconómicas, fortalezas y debilidades del sistema financiero y del mercado de capitales imprudencia en el manejo de la deuda pública y privada. Los cambios se presentan a través de la disponibilidad de los créditos y el nivel de la tasa de interés —mayor peso de los servicios financieros y racionamiento de capital—.

Las fases expansivas de la economía en un país se caracterizan por:

- * Baja tasa de interés y rentabilidad en los mercados centrales

- * Búsqueda de oportunidades de inversión de corto y largo plazo en los mercados emergentes

- * Fuerte expansión del flujo de capitales

- * Apertura comercial con financiamiento fácil de los desajustes del balance de pagos, de los déficits públicos y de la revalorización de las monedas nacionales ancladas formalmente.

- * Fuerte desequilibrio externo, y en algunos casos también un fuerte desequilibrio fiscal.

Las fases contractivas por:

- * Desconfianza de los inversores de corto plazo, con retiro de capitales o ingreso sumamente limitado e insuficiente

- * Crisis en un país emergente considerado de los grandes

- * Efecto contagio sobre el resto de la franja de países en desarrollo y la consecuente retracción de capitales.

- * Fuerte desfinanciamiento y programas de ajustes que causan la caída del producto y del comercio.

La doctrina económica plantea para qué sirven los mercados financieros. Así se establece el cumplimiento de la movilización del ahorro mundial para la financiación de las inversiones productivas, la facilitación del comercio internacional y la protección de ciertos riesgos de la actividad económica a los ahorristas y stakeholders que actúen en ellos. Últimamente se ha continuado con la internalización del capital financiero a partir de la interconexión entre distintas bolsas de valores, con procesos de apertura a la inversión internacional.

La especulación y la transformación de la economía financiera en una burbuja, que se explica por las diferencias entre el volumen de las operaciones financieras y la masa real de divisas que participa efectivamente de esas transacciones, han generado una inestabilidad financiera de carácter global, de la cual no han podido escapar siquiera las grandes economías y que ha repercutido con pérdidas y / o altos riesgos para las economías más débiles. El predominio alcanzado por el capital financiero sobre el capital productivo, y la especulación contra las monedas y bolsas, ha permitido sostener ciertas visiones fundamentalistas de la globalización. Esta cuestión indudablemente será materia de debate y regulación por parte de los países y bloques económicos.

Mercado de deuda pública. Primario y creadores del mercado. Secundarios.

Los beneficios de un mercado de deuda pública bien desarrollado van mucho más allá de cubrir las necesidades de financiamiento del gobierno. En primer lugar, el desarrollo de un mercado de deuda pública funciona como punto de referencia (benchmark) y facilita la valoración de acciones y bonos más riesgosos. En segundo lugar, tiene un impacto directo sobre el desarrollo de otros segmentos del mercado, como el mercado de derivados, el cual permite un mejor manejo del riesgo. En tercer lugar, la profundidad de los mercados monetarios y de bonos influye en la efectividad de la política monetaria; y, por último, la curva de rendimientos de un mercado de deuda bien desarrollado contiene información importante sobre las expectativas de los agentes del mercado. Ahora bien, la experiencia internacional ha mostrado que el mercado de deuda pública no se desarrolla por sí solo, por el simple hecho de que el gobierno emita bonos. Por esta razón, los gobiernos han intervenido de manera activa buscando proveer liquidez al mercado y promover los desarrollos institucionales que permitan que surja un mercado propiamente dicho.

Fabozzi, Mohanty y Sidaoui (2002) coinciden en que uno de los objetivos principales de la regulación es mejorar la transparencia (1) del mercado. Por esta razón, buena parte de la normatividad en los mercados de deuda está relacionada con el tipo y cantidad de información que debe ser publicada.

La doctrina coincide mayoritariamente en que el principal problema de los mercados de deuda corporativa en los países emergentes es la falta de liquidez, y que la mejor estrategia para abordar el problema, por parte de los gobiernos, es desarrollando el mercado primario de deuda pública. Proveer información acerca de las emisiones puede mejorar el resultado de las subastas; sin

embargo, esto no necesariamente asegura que el resultado sea el precio más competitivo (2). La elección entre los dos sistemas depende de las características propias del mercado. En mercados desarrollados los resultados de los dos sistemas serían similares. En los mercados emergentes se considera que las subastas de precio uniforme atraen más inversionistas en la medida en que se disminuye la maldición del ganador. Por otro lado, hay quienes argumentan que en un mercado poco desarrollado, donde hay alta incertidumbre sobre los precios, las subastas de precio discriminado serán la mejor opción, e inclusive, que este sistema puede ser útil para desarrollar el mercado. Algunos países han optado por sistemas híbridos de subastas.

La forma como funciona el mercado primario de deuda pública varía entre países. En la mayoría de los casos, los creadores de mercado están obligados a cumplir con un mínimo de ofertas, asegurando que una parte de las emisiones sea vendida. Ahora bien, la obligación a cotizar puede, bien sea poner en riesgo las finanzas de las instituciones, o bien, aumentar significativamente el bid-ask spread, poniendo en riesgo la liquidez del mercado.

En el mercado secundario se transan las acciones y bonos que ya se han emitido en el mercado primario. Es en este donde los inversionistas y especuladores compran y venden acciones a través de la bolsa de valores o a través del mercado OTC (over the count). La iliquidez de muchos mercados de capitales se debe a falta de profundidad en los mercados secundarios. En el desarrollo de estos mercados juega un papel importante los bancos centrales, los inversionistas institucionales y la estructura microeconómica del mercado.

Con relación al mercado de deuda corporativa, en la mayoría de países no industrializados, está poco desarrollado. De hecho, incluso en países desarrollados como Estados Unidos o en Europa, el mercado secundario de deuda corporativa es relativamente ilíquido para la mayoría de emisiones y suele limitarse a unas pocas emisiones de tipo "benchmark".

Sintetizando, los sistemas financieros eficientes tienen un rol de suma importancia en promover el desarrollo de un país. Los mercados de capitales constituyen una parte importante de un sistema financiero eficiente. La lógica indica entonces que los mercados de valores juegan un rol importante en promover el desarrollo. Los mercados de valores ofrecen intermediación financiera para instrumentos de deuda y acciones asegurando la mayor competencia entre las fuentes de financiamiento y por lo tanto mayor eficiencia. La tendencia mundial refleja que países con distintos niveles de desarrollo promueven sus mercados de valores con la esperanza que esos esfuerzos se vean reflejados en términos de crecimiento económico más rápido.

Los mercados de valores requieren de compañías sólidas y con proyectos que acudan a ellos a solicitar recursos. Deben existir ciertas motivaciones para que las compañías acudan a los mercados de valores. Entre algunas de las razones para que una empresa decida hacerse pública tenemos:

- * Obtiene fondos de su oferta pública de valores. Con los fondos captados se puede incrementar capital de trabajo, invertir en investigación y desarrollo, expandir plantas y equipos, adquirir otros negocios etc.

- * Obtiene fondos en términos más favorables. Una vez que se crea un mercado y si el valor (acción) se desempeña bien, la empresa puede ofrecer a los inversionistas un valor con liquidez y con un valor de mercado determinable.

- * La compañía puede contemplar la adquisición de otra empresa con sus acciones públicas en lugar de usar efectivo o endeudarse con terceros.

- * La empresa puede atraer y retener mejor personal mediante planes de opciones para la compra de sus acciones por parte de sus empleados.

- * La empresa gana prestigio, es más conocida. Los clientes y proveedores pueden convertirse en accionistas y adquirir los bienes y servicios que produce su compañía. Esta es una de las razones de hacerse pública de compañías que distribuyen bienes de consumo y tratan con el público en general.

- * Se obtiene liquidez para los propietarios. La propiedad en un negocio cerrado no público es un activo que no tiene mercado inmediato. Una vez la compañía es pública existe o debe existir un mercado listo en cualquier momento.

- * La compañía puede eliminar garantías existentes del tipo personal y/o real y evitar así la necesidad de fianzas personales de los accionistas.

- * La existencia de trato fiscal especial a las inversiones en valores registrados se trata de explicar en la medida que de esta manera los recursos de los individuos puedan llegar a las empresas productivas que los necesitan.

Selección de inversiones

Básicamente se han propuesto dos métodos de análisis distintos para abordar el problema de la selección de inversiones. El método más difundido, que se suele conocer con el nombre de análisis fundamental, sigue criterios basados en la teoría económica para llegar a una estimación del valor de un título que, al compararlo con su precio real de mercado, permite decidir la conveniencia de su compra o de su venta.

Frente a este enfoque aparece el análisis técnico, también conocido como análisis gráfico, que se limita a estudiar la actividad del mercado, entendiendo como tal la serie de datos históricos de cotizaciones y volúmenes de contratación.

El análisis fundamental supone que existe un valor intrínseco para cada título que depende esencialmente del potencial de obtención de beneficios de la empresa. Este valor intrínseco se determina a través de un cuidadoso análisis y previsión de la economía, del sector industrial y de la empresa. El resultado de este análisis es una recomendación de compra o de venta del valor analizado, que se basa en que eventualmente la cotización del mercado se aproximará al valor intrínseco así determinado. El analista fundamental tiende a suponer un mercado racional que se conduce con cierta lógica valorando los títulos en base a su crecimiento, el pago de dividendos, y el riesgo.

El analista piensa que eventualmente el precio de mercado se ajustará al valor intrínseco del título. Contrariamente, el analista gráfico cree en un mercado dominado básicamente por razones psicológicas o emocionales. El analista fundamental intenta anticipar cuáles serán los resultados económicos de la empresa objeto del análisis dada la supuesta influencia de éstos en la cotización de sus títulos. Para ello lleva a cabo un completo análisis en el que intervienen un gran número de datos, algunos de ellos de muy difícil cuantificación, pero que, en definitiva, quedan sintetizados en una estimación del valor del título. En abierto contraste con lo anteriormente expuesto, el analista técnico, estudia la actividad del mercado, sin preocuparse de la naturaleza de los títulos que son objeto de negociación. El analista fundamental parece orientarse hacia la decisión de qué valores comprar o vender y se ajusta a las

necesidades de un inversor a medio o largo plazo.

El análisis fundamental es uno de los más conocidos métodos de análisis bursátil. Se basa en el estudio de los factores relevantes que sirven para determinar el valor intrínseco de una sociedad, sector o mercado. Dichos factores o variables relevantes reciben la denominación de fundamentos. El objetivo final del análisis fundamental es el cálculo de un valor en el que basar las decisiones de inversión. Generalmente dicha decisión depende de la comparación entre el valor intrínseco de la sociedad, sector o mercado de que se trate y su valor bursátil.

El análisis fundamental comprende distintos niveles según el ámbito de influencia de las variables o factores objeto de análisis y engloba los siguientes grandes capítulos:

- * Análisis macroeconómico
- * Análisis sectorial
- * Análisis de empresa
- * Valor intrínseco

Dentro del análisis fundamental podemos hablar de dos enfoques, técnicas o sistemas de llevar a cabo dicho estudio:

- * Análisis Top-Down
- * Análisis Bottom-Up

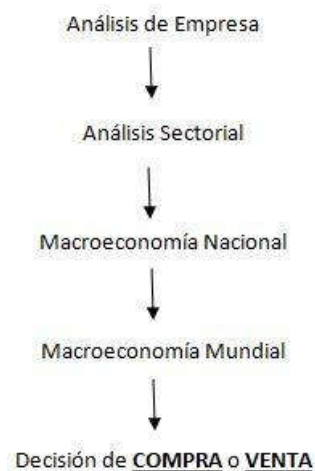
Análisis Top-Down (de arriba a abajo)

Este análisis recoge a todos aquellos inversores que comienzan su toma de decisiones partiendo de la visión más amplia del mercado, para ir descendiendo en la cadena de análisis, hasta llegar a la visión más concreta de la empresa objeto de estudio. De un contexto global pasan al valor concreto.



Análisis Bottom-Up (de abajo a arriba)

Como enfoque alternativo al anteriormente citado, tenemos el criterio de empezar el análisis por la parte del mayor detalle posible. Este enfoque, no reniega del conocimiento de la situación macroeconómica, aunque da prioridad al análisis de las empresas como objeto de estudio de oportunidades del mercado financiero. Las carteras se fundamentan en su formación en base a decisiones individuales y no de globalidad. Una vez analizado el detalle, y en función del interés del analista, éste irá ascendiendo en la cadena del análisis, en sentido contrario al enfoque dado por el análisis "Top-Down".



Análisis Macroeconómico

Su importancia es crucial para determinar las líneas básicas de las decisiones de inversión. En particular, los inversores globales que tienen presencia en los distintos mercados internacionales determinan la distribución de sus inversiones de acuerdo con los resultados del análisis macroeconómico de cada país.

Las variables relevantes habitualmente consideradas en el análisis macroeconómico son:

- * El PBI y su distribución sectorial.
- * La demanda y su composición.

- * Comercio exterior: importaciones y exportaciones.
- * Balanza de pagos, tipo de cambio y reservas de divisas.
- * Déficit público y su financiación.
- * Agregados monetarios.
- * Costos salariales.
- * Índice de precios al consumo.
- * Tipos de interés.

El análisis de estas variables debe realizarse en el marco que representa la política económica que desarrolla el Gobierno, ya que gran parte del comportamiento futuro de las mismas depende de las medidas adoptadas por las autoridades económicas.

Entre las variables enumeradas, el tipo de interés constituye quizás la más importante para el análisis fundamental. Su importancia se explica por la propia finalidad del análisis fundamental como instrumento para las decisiones de inversión. El nivel relativo y la tendencia de los tipos de interés más significativos de la economía son las variables más relevantes del análisis fundamental macroeconómico, que se emplea para determinar la asignación de los fondos a invertir entre las diferentes clases de activos y entre los distintos países.

Análisis Sectorial

El análisis sectorial es un eslabón más dentro del análisis fundamental y tiene por objeto el estudio de los factores relevantes específicos de cada sector.

El análisis sectorial comporta el estudio de los siguientes aspectos:

- * Regulación y aspectos legales.
- * Ciclos de vida del sector.
- * Estructura de la oferta y exposición a la competencia extranjera.
- * Sensibilidad a la evolución de la economía: sectores cíclicos, acíclicos y contracíclicos.
- * Exposición a oscilaciones de precios.
- * Tendencias a corto y medio plazo.

El análisis sectorial utiliza como herramienta más común los informes de consultores independientes, los estudios de organismos oficiales y privados y las publicaciones periódicas que emiten las distintas asociaciones empresariales y los organismos oficiales.

Dicho análisis sectorial sirve de base para determinar la ponderación relativa de cada sector en una cartera o fondo de inversión en renta variable. Habitualmente las ponderaciones elegidas tienen como referencia el peso relativo que dicho sector tiene en el índice general de la bolsa, lo que da origen a tres situaciones:

- * Que el peso relativo del sector en la cartera o fondo de inversión de que se trate sea superior al que tiene dicho sector en el Índice: En este caso se está "sobreponderado" en este sector.
- * Cuando el peso relativo coincide con el del Índice la situación del sector se describe como de equilibrio o neutral.
- * Cuando el peso relativo en la cartera o fondo de inversión es inferior al del Índice, el sector está "infraponderado".

Esta comparación es igualmente aplicable cuando se trata de determinar el peso relativo de cada país en una cartera internacional, para lo cual se utiliza el análisis macroeconómico, y también para constituir una cartera con valores específicos, para lo cual es necesario descender hasta el análisis de empresas.

Análisis de Empresa

Éste es el último y más detallado estadio del análisis fundamental. El objetivo final de este análisis es la determinación del valor intrínseco de la empresa. Una vez determinado el valor de la compañía se compara con su precio en el mercado y con el de otras empresas del mismo sector, las cuales deben ser comparables a la firma que es objeto de análisis. Ésto determinará si la compañía está sobre o sub valuada y por tanto se recomendará la venta o compra de sus acciones.

El análisis específico de una empresa comporta tanto el estudio de la información financiera como el de la no financiera.

4) El sistema financiero

Se ha mencionado ya que el sistema financiero es un elemento fundamental para el desarrollo de la economía ya que canaliza los recursos financieros desde las unidades económicas excedentarias a las unidades económicas deficitarias, para realizar operaciones comerciales e inversiones. A estas unidades podemos llamarlas ahorradores e inversores respectivamente. Ambas pueden pertenecer tanto al sector privado como al público y se agrupan en familias empresas financieras, privadas o públicas y administraciones públicas. Las preferencias de unos y otros no suelen coincidir en cuanto al riesgo, rentabilidad, plazos, etc. Por ello es necesario un mecanismo que ajuste la oferta y la demanda y este es el sistema financiero.

El sistema financiero es un mecanismo que, respetando las condiciones de seguridad suficientes para el ahorro garantiza a la inversión los fondos necesarios para su actividad, lo que constituye el motor para la generación de renta y riqueza.

El sistema financiero pertenece al sector terciario desde el punto de vista estático, pero adquiere un peso especial en la economía, ya que desde el punto de vista dinámico, es el circuito a través del cual se captan, movilizan y asignan los recursos financieros, con los que se hace posible la producción, distribución y consumo de bienes.

Una de las funciones principales del sistema financiero es a) la provisión de recursos a los sectores productivos. Para ello realiza tres subfunciones: captación, canalización y asignación de los recursos financieros:

* Captación de capital. La cantidad de recursos disponibles para la inversión depende de la capacidad del sistema financiero de captar ahorro. El ahorro depende de la rentabilidad, liquidez y riesgo que ofrezcan los intermediarios financieros a las unidades económicas excedentarias, por la que el sistema financiero puede influir en el nivel de ahorro. Por tanto su funcionamiento debe ser óptimo para captar el máximo ahorro potencial y convertirlo en ahorro efectivamente disponible.

* Canalización. Para su buen funcionamiento es necesaria una estructura suficientemente diversificada para ofrecer a los inversores un fácil acceso a las fuentes de financiación (ofrecer diversidad de productos tanto para ahorradores, como para inversores), buscando un coste de intermediación mínimo (coste del proceso de canalización que suponen una carga para la

economía, al reducir el volumen de recursos disponibles).

* Asignación de recursos. Es necesario que el sistema financiero seleccione las mejores oportunidades de inversión, garantizándole financiación suficiente. Es una forma de impulsar a las empresas, es importante que inversiones potencialmente rentables no queden desasistidas.

Otras funciones del sistema financiero están vinculadas a:

- b) la creación de liquidez a partir de la creación secundaria del dinero
- c) como soporte de la política monetaria.

La eficiencia de la transformación será mayor cuanto mayor sea el flujo de recursos de ahorro dirigidos hacia la inversión. El que las distintas unidades económicas se posicionen como excedentarias o deficitarias podrá deberse a razones como: la riqueza, la renta actual y la esperada, la posición social, si son unidades familiares o no lo son, la situación económica general del país y los tipos de interés.

Así entonces, el sistema financiero lo conforman las instituciones con sus autoridades monetarias y financieras, los activos financieros que generan y los mercados en que operan.

De tal forma que los activos que se generan son comprados y vendidos por este conjunto de instituciones e intermediarios en los mercados financieros. Los intermediarios financieros "intermediarios financieros" son un conjunto de instituciones especializadas en la mediación entre ahorradores e inversores, mediante la compraventa de activos en los mercados financieros. Existen dos tipos de intermediarios financieros: a) los bancarios, que además de una función de mediación pueden generar recursos financieros que son aceptados como medio de pago, y b) los no bancarios, que se diferencian de los anteriores en que no pueden emitir recursos financieros, es decir, sus pasivos no pueden ser dinero.

Los denominados activos financieros "activos financieros" (instrumentos financieros) son títulos emitidos por las unidades económicas de gasto, que conforman un medio de mantener riqueza en quienes los poseen y al mismo tiempo un pasivo para quienes lo generan. Como vemos se convierte en un pasivo para unos y en un activo para otros por lo que no contribuye a incrementar la riqueza del país aunque sí a una enorme movilidad de los recursos económicos. Los activos financieros se caracterizan principalmente por los siguientes aspectos: liquidez, riesgo y rentabilidad. La liquidez se mide por la facilidad y certeza de su realización a corto plazo sin sufrir pérdidas. El riesgo depende de la probabilidad de que, a su vencimiento, el emisor cumpla sin dificultad las cláusulas de amortización. Finalmente, la rentabilidad se refiere a su capacidad de producir intereses u otros rendimientos (de tipo fiscal por ejemplo) al adquirente, como pago de su cesión temporal de capacidad de compra y de su asunción, también temporal de un riesgo.

El banco central ordena el sistema financiero y custodia y administra las reservas del país. Esto constituye la base de la política monetaria. Debe aplicar y aspirar a lograr los estándares de buenas prácticas bancarias considerando los riesgos de crédito, de mercado y operativos. Considerando los efectos de la mundialización en la intermediación financiera, existen normativas internacionales que los bancos centrales se comprometen a estudiar e implementar (por ejemplo Basilea I y II) para la captación de fondos y el otorgamiento de préstamos, considerando la estructura de capital, la exposición de riesgos y la suficiencia de capital, previo estudio de los requisitos mínimos de capital, la supervisión de las autoridades de aplicación y la disciplina del mercado.

Los bancos reúnen a las personas y empresas que tienen dinero ahorrado con aquellas que necesitan dinero prestado. De esta manera, mediante la intermediación bancaria debiera aumentar la eficiencia del sistema económico, al lograr que el dinero de quienes tienen recursos excedentes sea destinado a actividades de consumo o inversión en lugar de permanecer inmovilizado. El dinero, entonces, es puesto al servicio del trabajo y la producción.

Existen bancos comerciales, bancos de inversión y bancos hipotecarios. Los primeros son operadores universales, ya que pueden realizar todas las operaciones activas, pasivas y de servicios que no les son prohibidas por las leyes y normas que dicta el Banco Central en ejercicio de sus facultades.

Los bancos de inversión se especializan en actividades de inversión a través de la emisión de títulos, el asesoramiento de empresas y la búsqueda de recursos e inversionistas para nuevas compañías.

* reciben depósitos a plazo,

* emiten bonos, obligaciones y certificados de participación en los préstamos que otorgan, o emiten otros instrumentos negociables en el mercado local o en el exterior.

* conceden créditos a mediano y largo plazo, y a corto plazo con ciertos límites.

* otorgan garantías, y aceptan y colocan letras y pagarés de terceros vinculados con operaciones en que intervienen

* realizan inversiones en valores mobiliarios vinculados con operaciones en que intervienen, prefinancian sus emisiones y los colocan.

* efectúan inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables.

* actúan como **fideicomisarios** y depositarios de fondos comunes de inversión. /Administran carteras de valores mobiliarios y cumplir otros encargos fiduciarios.

* obtienen créditos del exterior y actúan como intermediarios de créditos obtenidos en moneda nacional y extranjera

* realizan operaciones en moneda extranjera, previa autorización del Banco Central

* dan en locación bienes de capital adquiridos con tal objeto

De esta forma, los bancos de inversión llevan a cabo el diseño y colocación de instrumentos de financiamiento de largo plazo a través del mercado de capitales o en forma privada para un inversor determinado. Los bancos hipotecarios se especializan en el otorgamiento de préstamos para la compra de una vivienda, con una hipoteca como garantía

* reciben depósitos de participación en préstamos hipotecarios y en cuentas especiales;

* emiten obligaciones hipotecarias;

* conceder créditos para la adquisición, construcción, ampliación, reforma, refacción y conservación de inmuebles urbanos o rurales, y la sustitución de gravámenes hipotecarios constituidos con igual destino;

- * otorgan garantías vinculadas con operaciones en que intervinieren;
- * efectúan inversiones de carácter transitorio en colocaciones fácilmente liquidables;
- * obtienen créditos del exterior, previa autorización del Banco Central;
- * actúan como intermediarios de créditos obtenidos en moneda nacional y extranjera.

Fuentes bibliográficas

- * Fabozzi, F., F. Modigliani, F. Jones, M. Ferri (2002). "Foundations of Financial Markets and Institutions." Prentice Hall, 3ª edición.
- * Medialdea García Bibiana, Alvarez Peralta Nacho. Liberalización financiera internacional, inversores institucionales y gobierno corporativo de la empresa. WP07/08. Instituto Complutense de Estudios Internacionales, Universidad Complutense de Madrid. Campus de Somosaguas, Finca Mas Ferre. 28223, Pozuelo de Alarcón, Madrid, Spain. ISBN: 978-84-691-6667-3
- * Porto José M. Alternativas de financiación e inversión. Librería Editorial Osmar Buyatti. 2000. Buenos Aires.
- * Shapiro, Alan, Balbirer, Sheldon. Modern Corporate Finance, 1º edición, Prentice Hall, New Jersey, 2000.
- * Suárez Suárez, A. (1996): Decisiones óptimas de inversión financiación en la empresa (15ª edición); Pirámide.
- * Tapia Gustavo, Ariganello Claudio, Valuación de bonos. ENT 2001 Buenos Aires.

(1) Existe consenso en cuanto a que la mejor forma de incrementar la transparencia en los mercados primarios es publicando con anticipación un calendario de emisiones de bonos de deuda pública, demostrando así el compromiso del gobierno de aceptar el precio generado en el proceso de subasta. Así mismo se incentiva a los participantes a diseñar con anticipación una estrategia de compra.

(2) Para esto puede ser esencial la selección del tipo de subasta. En términos generales hay dos tipos de subastas: de precio múltiple o discriminado y de precio único. En las subastas de precio múltiple cada participante pagará el precio que ofreció. Las subastas de precio único consisten en escoger un precio de corte al cual se realizan las ventas, los participantes que ofrecen precios iguales o mayores a dicho precio podrán adquirir la cantidad demandada de bonos al precio de corte. Las subastas de precio discriminado aumentan la competencia de mercado en la medida en que obligan a cada jugador a ofrecer el precio ganador y además, en teoría, maximizan las ganancias del gobierno dado que cada jugador ofrecerá exactamente su máxima disponibilidad a pagar. Este tipo de subastas también se conocen como subasta holandesa o multiprecio. Ahora bien, en la práctica, este sistema castiga a los ganadores, quienes compran a un precio por encima del precio de corte. En el mercado secundario, estos participantes pueden perder dinero enfrentándose a un precio menor que el que pagaron en el mercado primario, creando incentivos para ofrecer precios menores y disminuir la demanda por bonos. Esto se conoce como la maldición del ganador. En las subastas de precio único se venden los bonos a un mismo precio a los mejores oferentes. Este sistema crea incentivos para revelar el verdadero precio al que están dispuestos a comprar y la evidencia ha mostrado que genera mayores recursos para el gobierno. Ahora bien, en un mercado poco profundo y con pocos jugadores, habrá incentivos para colisionarse.