

Material Imprimible

Curso Inversiones y finanzas: ¿Cómo invertir?

Módulo Los mercados financieros

Contenidos:

- Eficiencias del mercado
- Tasa Activa y Tasa Pasiva. Spread Bancario.
- Tasa Nominal y Tasa Efectiva. Costo Financiero Total
- Tasa de Interés Real e Inflación
- Compra de dólares
- Bonos globales y provinciales: Otra alternativa para comprar dólares

Eficiencias del mercado

Los **mercados financieros** son los espacios en los que se encuentran los proveedores de fondos y quienes los solicitan para realizar sus transacciones.

Los mercados financieros son dos: el mercado de dinero y el mercado de capitales. En el mercado de dinero se realizan transacciones con instrumentos financieros de corto plazo, como las Letras del Tesoro en pesos (Lepase), Letras ajustadas por CER (Lecer) o cauciones bursátiles, todos ellos con vencimientos dentro del año. Estos instrumentos, emitidos por el Estado Nacional o negociados en el mercado financiero formal, permiten a inversores conservar liquidez sin perder capacidad de compra frente a la inflación.

Las antiguas LEBACs y LETES han sido discontinuadas, y hoy se prioriza una estructura más transparente y diversificada de instrumentos emitidos por el Tesoro.

En el mercado de capitales es donde se reúnen solicitantes y proveedores de dinero a largo plazo, mayores a un año, y en donde los valores negociables claves suelen ser las acciones y los bonos.

Para hacerse de fondos para realizar inversiones, las empresas recurren a colocaciones públicas o privadas. En la oferta pública, hacen colocaciones de bonos o acciones destinadas al público en general, mientras que en las colocaciones privadas se realizan ventas directas a inversionistas puntuales.

Cuando una empresa o el gobierno necesitan financiarse, emiten bonos y los venden directamente a los inversionistas a cambio de dinero; en este caso, se dice que se realizó una colocación en el mercado primario. Una vez que se hizo la colocación primaria, cualquier otra negociación del título no involucra al emisor, y no recibe dinero adicional por esas transacciones. Una vez que los títulos comienzan a negociarse entre inversionistas, empiezan a formar parte de mercado secundario. Podemos definir, entonces, que en el mercado primario es donde se venden los títulos nuevos, mientras que en el mercado secundario se operan aquellos que ya están en circulación.

Como dijimos, para las empresas los mercados de capitales son espacios en los que interactúan con los inversionistas para hacerse de dinero, vía emisión de bonos o de acciones. Para el inversor individual, el mercado de capitales desempeña un papel en el que asigna de forma eficiente los fondos de los que dispone a las opciones más redituables.

El precio de mercado se define por la oferta y la demanda, es decir, por la interacción entre compradores y vendedores. Si el mercado fuera eficiente, el precio de un título tendería a ser una apreciación objetiva de su valor verdadero, y si hubiera una nueva información en el mercado, esto estaría reflejado en los precios y los inversionistas lo aprovecharían a su favor.

Supongamos por ejemplo que las acciones de una empresa se negocian a \$300.000 cada una, y la compañía anuncia que sus ganancias fueron más altas de lo esperado. En este caso, los inversionistas deberían elevar sus estimaciones de lo que vale realmente la acción y buscarían comprar más porque les parecería que a \$300.000 cada acción es barato. Así habrá más compradores que vendedores y el precio tenderá a subir para volver a un equilibrio de mercado. Cuanto más eficientes sean los mercados, más rápidamente se realizará este proceso para reestablecer el equilibrio.

Bajo esta teoría, toda la información conocida por los participantes del mercado e incluso sus creencias sobre lo que va a pasar están incorporadas en el precio de las acciones y no habría acciones sobrevaloradas o subvaluadas. Cada inversor obtendría un retorno apropiado en función del riesgo asumido.

La teoría descrita se denomina “teoría de la eficiencia del mercado” y tiene tres grados de eficiencia:

- La eficiencia débil afirma que los precios sólo contienen la información pasada que se encuentra contenida en las series históricas de precios. Esto implica que ningún inversor podría, basándose en la información del comportamiento pasado, superar al mercado. Bajo esta perspectiva, la herramienta del análisis técnico que conoceremos más adelante en el curso, no es útil, porque considera que los movimientos de precios son aleatorios, y por lo tanto, no se pueden predecir.
- La eficiencia semifuerte, por su parte, considera que además de contener toda la información pasada, los precios también tienen incorporado toda la información relevante de las acciones que se haya hecho pública. Bajo esta perspectiva, la herramienta del análisis fundamental que conoceremos más adelante en el curso no es útil, porque busca conocer el valor teórico de un título para detectar y comprar el que esté subvaluado, pero bajo esta teoría los precios reflejarían exactamente el valor teórico. La única forma de tener ganancias superiores al promedio sería mediante la utilización de información privilegiada. La información privilegiada es toda aquella que no fue difundida públicamente y que

conoce solo algunos participantes del mercado, aprovechándola en beneficio propio. A estos se los denomina *Insiders*. Muchas personas tienen posiciones laborales que les permiten tener acceso a información sobre los resultados de las compañías, nuevos productos a lanzarse, etc. Esto les da acceso a información que ningún otro participante del mercado posee, teniendo de esta forma una ventaja sobre los demás. Usar esa información en beneficio personal es una práctica ilegal y es perseguido por los organismos reguladores. Un ejemplo sería trabajar en Apple y comprar acciones de la compañía antes de que se anuncie el lanzamiento de un nuevo producto, o trabajar en Mercado Libre y comprar acciones antes de que se publique el balance, sabiendo que las ganancias fueron superiores a las esperadas por el mercado. El uso de información privilegiada por parte de personas con acceso anticipado a hechos relevantes de una empresa es una práctica ilegal y severamente penada en Argentina bajo la Ley de Mercado de Capitales (Ley N° 26.831). La Comisión Nacional de Valores (CNV) y la Unidad de Información Financiera (UIF) supervisan estas actividades y pueden sancionar tanto a personas físicas como jurídicas que participen en operaciones bursátiles con ventaja informativa. Si bien puede haber casos donde personas cercanas a empleados accedan informalmente a este tipo de información, deben abstenerse de actuar en el mercado con esos datos. La trazabilidad de las operaciones digitales y el cruce de información entre entidades reguladas dificultan cada vez más este tipo de maniobras. El inversor minorista debe saber que operar en base a información pública y transparente es lo más seguro y ético, y que existen herramientas de análisis que permiten generar rendimiento sin necesidad de recurrir a prácticas irregulares.

- Finalmente encontramos la hipótesis de la eficiencia fuerte, que implica que los precios reflejan toda la información existente, ya sea histórica, pública o privada, y que nadie puede obtener un rendimiento superior al de mercado. Esto es bastante utópico justamente por la existencia de la información privilegiada e implicaría que ese mercado fuese perfecto.

La teoría de los mercados eficientes está permanentemente bajo discusión porque implicaría que los participantes del mercado son racionales al tomar sus decisiones y que no existen factores externos que puedan afectar las cotizaciones. Algunos consideran que vale la pena buscar valores que estén sobrevalorados o subvaluados y comerciar con ellos, aprovechando así ineficiencias del mercado.

Lo cierto es que los mercados suelen ser irracionales y pueden estar afectados por lo que dicta el análisis técnico, el análisis fundamental, o lo que nos dicta nuestros propios impulsos y emociones. Esto es la psicología del inversor.

Además, siempre existen rumores creados de manera intencional, que luego no llegan a cumplirse, que afectan los precios tanto como la información relevante.

La eficiencia del mercado es muy cuestionable, pero es importante conocerla para comprender el papel de la información en los mercados financieros.

Tasas

Diferentes instituciones financieras participan en los mercados financieros, como por ejemplo los bancos y las sociedades de bolsa, las que están reguladas (Banco Central en el caso de los bancos y la Comisión Nacional de Valores en el caso de las Sociedades de Bolsa).

Las instituciones financieras actúan como intermediarios: en el caso de los bancos, ofrecen a quienes ahorraron dinero un lugar seguro para invertirlo y se los prestan a quien lo requiera para financiar inversiones, como la compra de una casa nueva o la expansión de un negocio; en el caso de las sociedades de bolsa, a modo de ejemplo, nos permite comprar acciones de una compañía sin que tengamos que tener contacto con quien las vende.

En la actualidad, tanto la Comisión Nacional de Valores como el Banco Central de la República Argentina juegan roles fundamentales para la transparencia y funcionamiento del sistema financiero.

La CNV regula y supervisa los mercados de capitales, autorizando las ofertas públicas de acciones, bonos y fondos comunes de inversión (FCI), y vigilando la conducta de los intermediarios como las ALyC (Agentes de Liquidación y Compensación). Además, la CNV se ha enfocado en mejorar la inclusión financiera digital, estableciendo criterios claros para el funcionamiento de plataformas tecnológicas que ofrecen acceso a inversiones desde el celular.

Por su parte, el BCRA determina la política monetaria del país, regulando las tasas de interés de referencia, el encaje bancario, las operaciones cambiarias y la emisión monetaria. Hoy en día, uno de sus principales objetivos es controlar la inflación y garantizar la estabilidad del sistema financiero.

También supervisa la actividad de los bancos y gestiona los agregados monetarios para alinear la evolución del crédito con las metas macroeconómicas. Su tasa de política

monetaria es clave para las decisiones de inversión y financiamiento, ya que impacta directamente en los rendimientos de los plazos fijos, bonos ajustables y el costo del crédito.

Los intermediarios reciben por esta labor lo que se conoce como “Margen de intermediación”, y en el caso de las sociedades de bolsa, el margen de intermediación lo perciben mediante el cobro de comisiones. Estas pueden ser por la compraventa, por retiro de fondos, y por mantenimiento de cuentas, como vimos en el módulo anterior.

El margen de intermediación para los bancos suele denominarse spread bancario, y es la diferencia entre el margen de interés activo y pasivo. ¿Qué es esto? Para entenderlo tenemos que conocer el concepto de tasa de interés activa y pasiva.

Cuando hablamos de **tasa activa** nos referimos a la tasa que cobran los bancos por los préstamos que otorgan, mientras que la **tasa pasiva** es aquella que pagan por los fondos que reciben. Naturalmente, la tasa activa es más alta que la pasiva, y la diferencia entre ambas es lo que se denomina spread bancario, es decir, lo que gana el banco por su labor de intermediación.

Sabemos que las instituciones financieras y los mercados financieros forman un mecanismo mediante el que fluye el dinero de ahorristas a tomadores de fondos. Lógicamente, quienes disponen de los fondos quieren obtener el máximo rendimiento posible, y quienes los toman quieren pagar lo mínimo posible por ellos. La tasa de interés refleja el equilibrio entre los colocadores y tomadores.

Para poder colocar las tasas de interés en una base común de forma tal que sea posible compararlas, se distingue entre la tasa nominal y la efectiva. La **tasa de interés nominal** es asimilable al interés simple que aprendimos en el módulo anterior, y es aquella que no tiene en cuenta la capitalización de los intereses.

Por el contrario, cuando hablamos de la **tasa de interés efectiva**, nos referimos a la tasa que será realmente aplicada teniendo en cuenta los períodos de capitalización, que suelen ser mensuales, trimestrales o semestrales, y es por esto asimilable al interés compuesto, ya que parte del supuesto de que los intereses obtenidos serán reinvertidos a la misma tasa. Como la capitalización del interés se produce una determinada cantidad de veces en el año, la tasa efectiva será mayor a la nominal.

Después de esta explicación muchos podrían preguntarse qué sentido tiene publicar una tasa nominal que finalmente no medirá realmente el ahorro cuando implique diferentes pagos en el periodo de un año, y la respuesta a esto es que permite un cálculo mucho más rápido y fácil del rendimiento que estemos contratando, entre otros motivos, porque puede calcularse proporcionalmente para ser expresada en una unidad de tiempo diferente (esto es multiplicando y dividiendo). Por ejemplo, si tenemos una tasa de interés nominal del 1% mensual, sería un 3% trimestral. En este caso no estamos capitalizando los intereses, lo que sí hace la tasa efectiva.

Es importante resaltar que la tasa efectiva y la nominal coincidirán siempre que se considere un solo período, ya que no habrá capitalización intermedia, lo que hace que la tasa nominal y la efectiva sea equivalentes.

Existe una fórmula que permite que una tasa nominal sea equiparable a una efectiva, lo que se conoce como “equivalencia de tasas”. Se dice que dos tasas son equivalentes cuando producen iguales intereses en el mismo plazo, con diferentes períodos de capitalización.

Veamos un ejemplo para que sea más claro: tenemos una tasa de interés del 24% nominal anual, con capitalización semestral, y queremos conocer la tasa efectiva anual equivalente. Para ello, lo primero que tenemos que hacer es calcular la proporcionalidad de la tasa nominal, por lo que una tasa nominal anual del 24% es un 12% semestral (esto es 24 dividido 2).

Una vez obtenido esto pasamos a buscar la tasa efectiva anual, que calcularemos como la suma de 1 más 0,12, elevado al cuadrado, ya que la capitalización semestral implica que haya dos capitalizaciones en un año. Como resultado obtenemos que la tasa efectiva anual equivalente a una tasa nominal anual con capitalización semestral del 24%, es del 25,44%. Así vemos que la tasa efectiva anual de 25,44% nos da el mismo resultado que si aplicáramos la del 24% nominal con dos capitalizaciones semestrales.

Comprendiendo esto podemos notar que al realizar una operación financiera se pacta una tasa nominal, pero si el interés se capitaliza mensual, trimestral o semestralmente, lo que se paga o cobra efectivamente es mayor.

En el contexto actual, además de la tasa nominal y efectiva, existen otras tasas que cumplen un papel clave al tomar decisiones de inversión:

- La tasa de política monetaria del BCRA es la tasa base a partir de la que el Banco Central fija las condiciones monetarias. Su valor guía las tasas de interés del sistema financiero. Hoy en día esta tasa es un elemento central en la estrategia del BCRA para controlar la inflación y determinar el rendimiento mínimo de muchos instrumentos regulados.
- Los plazos fijos UVA son depósitos que ajustan su capital por la inflación medida por el CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia) y ofrecen una tasa adicional fija. Son una opción atractiva para quienes desean proteger sus ahorros del deterioro del poder adquisitivo sin asumir riesgos de mercado. Suelen tener un plazo mínimo de 90 días.
- Por su lado, las cauciones bursátiles son préstamos garantizados a muy corto plazo que se pactan entre inversores en el mercado. Reflejan el “precio del dinero” de un día para otro o por pocos días. Su tasa varía diariamente y puede ser más competitiva que las de los bancos, aunque implica operar a través de una sociedad de bolsa.

Evaluar estas tasas permite al inversor comparar alternativas y elegir la que mejor se adecúe a su perfil y horizonte de inversión.

Bien. Sumado a esto, al sacar un préstamo se debe tener en cuenta lo que se conoce como “**Costo Financiero Total**”, porque además de la tasa efectiva a pagar tenemos que tener en cuenta en el costo todos los otros gastos asociados, como los de seguro, que suele pagarse sobre el monto remante del crédito, e impuestos.

El costo financiero total es la letra chica y es lo que verdaderamente importa. Se expresa en forma de tasa efectiva anual, en porcentaje, con dos decimales.

Los bancos están obligados a exponer en sus pizarras información de las tasas de interés ofrecidas, así como el costo financiero total, porque nos muestra el costo del endeudamiento total que debemos asumir. Quizás un banco ofrece tasas más atractivas que otro, pero eso nos dice poco si luego tenemos que afrontar altos cargos por apertura de cuenta, seguro, averiguación de datos, etc.

Como conclusión, siempre que vayamos realizar una compra en cuotas que se disfrazan bajo el lema “sin interés” o a pedir un préstamo, debemos evaluar y comparar el Costo Financiero Total.

Veamos juntos el siguiente caso. Un jubilado va a cobrar sus haberes por primera vez y le ofrecen un interesante préstamo de \$2.000.000 más un televisor gratis, dinero a devolver en 24 cuotas de \$200.000. Alguien que desconoce de cálculos financieros podría verse tentado por el televisor de regalo. Podemos notar que no nos están diciendo cuál es la tasa de interés del préstamo, ni nominal ni efectiva, ni la forma en la que devolveremos el capital, y nos faltan elementos para calcularlo por nosotros mismos. Lo único que podemos hacer a simple vista es notar que en 10 meses a una cuota de \$200.000 habremos devuelto el capital, y los restantes 14 meses serían intereses.

Si hacemos el cálculo entre lo recibido y lo que debemos devolver, nos da un rendimiento de un 140%, interesante para el banco y usurero para el jubilado. Por esto es que no nos brindan la tasa, ni nominal, ni efectiva, y menos el costo financiero total. Debemos tener mucho cuidado con este tipo de préstamos. Si no nos brindan estos datos debemos pedirlos, o abstenernos de tomar ese crédito.

Otro concepto clave para evaluar préstamos e inversiones es el de la tasa Badlar, que es una tasa de interés en Argentina que se utiliza para depósitos a plazo fijo en pesos de un monto superior a un millón de pesos y plazos entre 30 y 35 días. No obstante, hoy su relevancia como referencia principal ha sido reemplazada por otras tasas más vinculadas a instrumentos indexados o regulados por el BCRA.

Hasta aquí hemos realizado un análisis de las tasas de interés, pero ignoramos los efectos de la inflación. Se conoce como **"inflación"** a un aumento generalizado y sostenido en el nivel de precios.

Cuando nos referimos a la de tasa de interés sin tener en cuenta los efectos de la inflación, hablamos de "tasa de interés nominal", que se diferencia de la "tasa de interés real" que sí es ajustada por los cambios que se esperan en el nivel de precios.

Generalmente, cuando los economistas hablan de tasas de interés se refieren a la real, ya que muestra los rendimientos teniendo en cuenta la pérdida de poder adquisitivo producto de la inflación.

Podemos arribar a la tasa de interés real partiendo de la nominal, utilizando la fórmula de Fisher, llamada así en honor al economista Irving Fisher: la tasa de interés real será igual a la tasa de interés nominal menos la tasa de inflación. Asimismo, la tasa de interés real esperada es igual a la tasa de interés nominal esperada menos la inflación futura esperada.

Veamos el siguiente ejemplo para entender más claramente la diferencia entre tasa nominal y tasa real. Supongamos que tenemos un quiosco y tenemos \$100.000 para comprar alfajores que valen \$2500 cada uno. Hoy podríamos comprar 40 alfajores, o sea, 100.000 dividido 2500.

Supongamos que la tasa de interés nominal que remunera los depósitos a plazo fijo es del 27%, y la tasa de inflación que se espera para el año siguiente del 25%. En vez de comprar hoy los 40 alfajores, decidimos invertir los 100.000 pesos. Después de un año tendremos \$127.000, dado que se le aplicó una tasa de interés del 27% a los 100.000 pesos. Durante ese año, la inflación incrementaría el precio de los alfajores que era de 2500 pesos cada uno en un 25%, por lo que el nuevo precio sería de \$3125. Como resultado, al final de ese año, podremos comprar 40.64 alfajores, esto es, aproximadamente un 2% más. Este porcentaje representa el rendimiento real que tuvo su inversión.

La tasa nominal de rendimiento que era del 27% se ve disminuida por la tasa de inflación en ese período que fue de un 25%, lo que nos da un rendimiento real del 2%.

A partir del ejemplo anterior podemos ver cómo podemos llegar a la tasa de interés real esperada, haciendo la diferencia entre la tasa de interés nominal y la tasa de inflación esperada. Si bien ese 2% es casi correcto, y es una forma rápida de conocer el rendimiento real, no lo es exactamente.

Ustedes notarán que en el ejemplo anterior, al calcular cuántos alfajores más podríamos comprar, hacemos la división en \$127.000 y el nuevo valor del alfajor, esto es 3.125, lo que nos daba 40.64 alfajores. Esos 40.64 alfajores, frente a los 40 que podíamos comprar antes, es exactamente un 1.6% más.

La fórmula exacta para calcular el rendimiento real implica restarle a la tasa de interés nominal, la tasa de inflación, y dividirlo por uno más la tasa de inflación.

Entonces, ya podemos comprender la diferencia entre el “rendimiento nominal” y el “rendimiento real” de una inversión. Cuando hablamos de rendimiento, sin hacer una distinción, generalmente nos referimos a rendimientos nominales. Si por ejemplo compramos una acción de una empresa a \$200.000 y la vendemos al año en 26%, habremos logrado un rendimiento nominal de un 30% anual.

Ahora bien, alguien que no conoce el concepto de rendimiento real podría estar muy conforme con lo obtenido, pero si tenemos en cuenta que en ese año hubo una inflación de un 30%, en términos reales no hemos tenido ganancias, sólo logramos mantener el poder adquisitivo del dinero invertido. Como podrán observar, la distinción entre lo

nominal y lo real es sumamente importante, ya que de no hacerlo puede llevar a confusiones o a tomar decisiones erróneas.

La inflación es una de las mayores influencias que rigen sobre el nivel de tasas de interés, y es por eso que debemos comprender correctamente como están relacionadas. En este punto debemos conocer el papel que cumple el Banco Central en su rol de hacedor de política monetaria, cuyo objetivo es mantener la estabilidad monetaria, logrando una inflación baja y estable. Uno de los instrumentos de política monetaria de los que dispone para lograrlo es el manejo de las tasas de interés, generalmente las de corto plazo.

Si la autoridad monetaria tiene expectativas de que la inflación vaya a aumentar y se aparte del sendero que tiene fijado como objetivo, puede subir las tasas de interés nominales para evitarlo. ¿Y esto por qué es así? Porque al subir las tasas de interés se encarece el crédito, y de esta forma, se desalienta el consumo, y al mismo tiempo, se alienta al ahorro que estará mejor remunerado, aunque esto atenta contra el empleo y el nivel de crecimiento. Como el consumo se retrae, los precios deberían subir menos. Lo contrario ocurre con un entorno de tasas bajas: fomenta el consumo, y esto actúa como un disparador de precios.

De esta forma vemos que la inflación se origina cuando hay un aumento en la demanda de bienes que no viene acompañada de un aumento de oferta, y las tasas de interés son un instrumento que tiene el Banco Central para regularlo.

Normalmente un objetivo razonable de inflación para un país desarrollado se centra en el rango de un 2% - 5% anual. No obstante, en Argentina hemos llegado a tener una inflación anual del 200% en el año 2023.

En Argentina, el BCRA publica trimestralmente su “Informe de Política Monetaria”, en donde explica la evolución pasada de la economía y de los precios y las perspectivas para alcanzar sus objetivos. Podrán encontrar el link de acceso en el material complementario.

Cuando los inversionistas esperan que haya inflación, creen que los bienes y servicios serán más caros en el futuro que en el presente, por esto es que se resisten a sacrificar el consumo actual a menos que el rendimiento que produce el dinero que invierten les permita en el futuro comprar el bien que desean, a esos precios más altos.

Las tasas de interés nominales se deberían ubicar aunque sea ligeramente por encima de la tasa de inflación (o lo que es lo mismo, deberíamos obtener rendimientos reales positivos), porque de otra forma no habría incentivos a dejar el dinero depositado en los

bancos. Si la tasa no es lo suficientemente atractiva para que mínimamente el ahorrista pueda mantener el poder adquisitivo del dinero, le resultará más provechoso comprar bienes cuyo valor subirá a una tasa más alta.

Una primera conclusión que podemos obtener de esto es que no es una buena alternativa depositar nuestros ahorros en los bancos si la tasa a la que remunera el ahorro es menor a la inflación esperada. En otras palabras, si los rendimientos de las colocaciones a plazo fijo se encuentran por debajo de los pronósticos de inflación para el período del Banco Central y del consenso de mercado, lo ideal sería buscar otras alternativas de inversión.

Para anticipar el comportamiento futuro de la inflación, los inversores disponen del **Relevamiento de Expectativas de Mercado** (REM), un informe mensual elaborado por el BCRA los últimos 3 días hábiles de cada mes, publicándose los resultados el segundo día hábil del mes siguiente. Este relevamiento se basa en encuestas a bancos, consultoras económicas y analistas locales e internacionales, y busca capturar el “consenso” del mercado sobre variables clave como la inflación, el tipo de cambio, la tasa de interés y el crecimiento económico.

Sin embargo, en el contexto actual, el REM ha perdido parte de su relevancia como herramienta de referencia confiable para los inversores. Esto se debe a varios factores:

- Primeramente, los cambios frecuentes en la política monetaria. Las decisiones del BCRA han mostrado escasa previsibilidad, con modificaciones abruptas en las tasas de interés y en el régimen cambiario, lo que dificulta a los analistas establecer proyecciones consistentes.
- También por la disminución de la transparencia institucional. El acceso a información crítica, como estadísticas monetarias, intervenciones cambiarias o composición de reservas, se ha vuelto más limitado o menos frecuente, afectando la credibilidad de los reportes oficiales
- Asimismo, los desvíos notables entre las estimaciones del REM y la realidad observada, puesto que en los últimos períodos, las predicciones contenidas en el REM han demostrado márgenes de error importantes, lo que llevó a que muchos inversores y entidades financieras consideren complementarlo con análisis propios o fuentes alternativas.

Por lo tanto, aunque el REM sigue siendo útil para tener una visión general de las expectativas promedio del mercado, su lectura debe ser hoy más crítica. Los inversores informados tienden a utilizarlo como un insumo más dentro de una batería de herramientas, sin depender exclusivamente de sus proyecciones para tomar decisiones estratégicas de inversión o cobertura.

Esta nueva perspectiva sobre el REM refuerza la importancia de desarrollar una comprensión integral del contexto macroeconómico y monetario, y de mantenerse actualizado con reportes privados, datos del mercado y estrategias de gestión del riesgo acordes al perfil de cada inversor.

Más allá del análisis realizado en el punto anterior, otro factor que debemos tener en cuenta a la hora de realizar una inversión es la **curva de rendimientos**. Lo que nos muestra dicha curva es la relación entre las tasas y el tiempo al vencimiento.

Generalmente se estudian los cambios en las curvas a lo largo del tiempo, lo que se conoce con el nombre de “estructura temporal de las tasa de interés”. Lo más usual es ver que las curvas se armen para seguir el rendimiento de los bonos con niveles de riesgo similares de acuerdo a su plazo de vencimiento, ya que suele ser un indicador de las expectativas sobre la evolución y el crecimiento futuro de la economía.

La curva muestra el tiempo al vencimiento en el eje horizontal y el rendimiento en el vertical. Puede tomar 3 pendientes: positiva, negativa (también conocida como invertida) o constante.

Si es plana, significa que habrá un crecimiento débil e implica que se pagan rendimientos similares para los distintos plazos, mientras que si muestra pendiente positiva, es señal de un fuerte crecimiento, las tasas de interés a corto plazo son menores que las de largo plazo.

Por el contrario, la pendiente negativa o curva invertida nos muestra que una recesión se avecina, no suele ser la más común. Esto tiene sentido dado que una pendiente negativa indica que se paga un mayor rendimiento a corto plazo que a largo, porque los inversores sienten más incertidumbre por lo que ocurrirá en lo inmediato que por el futuro y como resultado de esto, las inversiones a corto plazo son las que más rendimientos ofrecen. La mayoría de las recesiones en los Estados Unidos fueron precedidas por una curva de rendimientos invertida.

Como vemos, lo más natural es que la pendiente sea positiva, y que se ofrezcan mayores rendimientos por colocaciones más largas, cumpliendo con la premisa que vimos en el módulo anterior que indica que a más plazo, más riesgo, y mayor debe ser el rendimiento.

Podemos tomar como correlato de lo anterior que si estamos ante una curva con pendiente positiva, lo conveniente es realizar colocaciones de fondos a más largo plazo donde se obtienen mayores rendimientos.

Además debemos tener en cuenta que tanto la posición como la forma de las curvas van cambiando con el tiempo; si se diera un escenario de baja de tasas para incentivar el consumo e impulsar la economía, ya nos aseguramos el rendimiento al dejar la tasa fijada por un período largo de tiempo. En el caso opuesto, si estamos frente a un escenario de pendiente negativa, lo adecuado es realizar colocaciones a corto plazo donde el rendimiento es mayor y nos indica que una crisis probablemente se avecina. La situación contraria se da si, en vez de colocar dinero, lo tomamos prestado.

Ante una curva negativa uno podría sentirse tentado a tomar financiamiento de largo plazo porque resulta menos costoso. Esto nos expone al riesgo de que las tasas que hoy parecen atractivas puedan caer en un futuro y lo que hoy nos parece barato puede volverse relativamente más costosas en el futuro. De la misma forma, cuando la curva tiene pendiente positiva, puede parecer prudente tomar financiamiento de corto plazo que es más barato, pero esto implica el riesgo de que el financiamiento se vuelva más costoso si las tasas suben.

Son tres las teorías que más frecuentemente se utilizan para explicar la forma de las curvas de rendimiento: la teoría de las expectativas, la teoría de la preferencia por la liquidez y la teoría de la segmentación del mercado.

La teoría de las expectativas afirma que la estructura de la curva refleja las expectativas de los inversionistas sobre las tasas de interés futuras.

Cuando se espera una suba en las tasas de interés, por ejemplo porque se cree que la inflación será mayor en el futuro, los colocadores de fondos concentrarán sus operaciones en el corto plazo a la espera de aprovechar mejores rendimientos luego del alza y los tomadores tratarán de concentrar sus operaciones en el largo plazo para que la suba de tasas no los afecte. Como producto de esta interacción habrá un exceso de demanda por fondos de largo plazo y un exceso de oferta por fondos a corto plazo.

Estos desequilibrios van a ser corregidos mediante cambios en la estructura de las tasas de interés, un alza en las tasas de largo plazo y una caída en las de corto, generando una curva con pendiente positiva.

La curva negativa o invertida se producirá entonces cuando haya expectativa de que van a bajar las tasas de interés en el futuro, lo que hará que los colocadores de fondos traten de hacer operaciones a largo plazo para asegurarse la rentabilidad, mientras que los tomadores buscarán pactar a corto plazo para poder aprovechar luego endeudarse a tasas más bajas. Así se ejercerá presión al alza a corto plazo por parte de los tomadores que buscarán de cerrar operaciones sobre los fondos escasos, y presión a la baja en los de largo, generando de esta forma una curva invertida.

Esta teoría asume que los mercados son altamente eficientes y que toda la información relevante está contenida en las expectativas de los participantes sobre los futuros movimientos de las tasas de interés.

Otra de las teorías es la de la preferencia por la liquidez: En la mayoría de los casos, la curva suele tener pendiente positiva. De acuerdo con la teoría de las expectativas, esto significa que los inversionistas esperan que las tasas de interés aumenten.

Otra explicación a la curva positiva es la que nos da la teoría de la preferencia por la liquidez, y que tiene en cuenta la postura frente al riesgo de los participantes del mercado. La misma afirma que los inversionistas generalmente prefieren comprar títulos a corto plazo, mientras que quienes los emiten prefieren hacerlo a largo plazo.

Como ya vimos, para los inversionistas es preferible tener los activos más líquidos porque sus precios no son tan volátiles y son menos riesgosos, por eso aceptarán tasas más bajas a corto plazo. Lo contrario ocurre del lado del que toma los fondos, las empresas y el gobierno prefieren asegurarse tener financiamiento a largo plazo, y tienen que ofrecer tasas más altas para tentar a los inversionistas a asumir riesgo por más tiempo.

El emisor estará dispuesto a pagar más tasa porque mitiga de esta forma el riesgo de no poder refinanciar las deudas si fueran de corto plazo cuando lleguen a su vencimiento, cubren el riesgo contra fluctuación en la tasa de interés y también reducen la incertidumbre sobre los costos asociados a la emisión de deuda.

En esta visión, los inversionistas toman un rol de especulador, ya que sólo estarán interesados por entrar a estos mercados si el rendimiento esperado es suficiente para compensar el riesgo adicional asumido.

Finalmente encontramos la teoría de la segmentación del mercado, que se basa en que las tasas se determinan por la oferta y la demanda de fondos en cada segmento del mercado. Así, el equilibrio entre los colocadores y los tomadores de fondos de corto plazo, determinaría las tasas de corto plazo vigentes. En el otro extremo, el equilibrio entre colocadores y tomadores de fondos de largo plazo determinaría las tasas de largo plazo vigentes. De esta forma, una curva con pendiente positiva estaría dada por una mayor demanda de crédito en el segmento a largo plazo, en relación al segmento de corto plazo. Esta visión asume que los inversionistas tienen preferencias por ciertos plazos y que no les interesa que tan atractivos puedan ser los rendimientos en otros mercados de distintos plazos.

Ninguna de las tres teorías es válida por sí misma para explicar la forma de la estructura temporal de la tasa de interés, pero tomadas en conjunto sí son valiosas y nos permiten saber que en cualquier momento la curva puede cambiar por las expectativas sobre las tasas de interés en el futuro, la preferencia por la liquidez de los agentes y el equilibrio comparativo de tasas entre el corto y el largo plazo.

Así, una curva con pendiente positiva es el resultado de expectativas de alzas de tasas interés, preferencias de los tomadores de fondos de ubicarse en el tramo más corto, y mayor oferta de préstamos a corto plazo que a largo plazo en relación con la demanda. En cualquier momento, ante un cambio en una de estas tres fuerzas, la pendiente de la curva se alteraría.

Esto es muy útil para proporcionarnos información sobre el desarrollo futuro de un país en materia de tasas de interés futuras, inflación y actividad económica. Es eficaz tanto para los que buscan inversiones para colocar sus fondos como para quienes buscan financiamiento. No obstante, se cree que su utilidad principal radica en su poder para predecir crisis económicas, lo que nos permite adelantarnos y posicionarnos de forma que no nos tome desprevenidos.

Compra de dólares

El instrumento de ahorro favorito de los argentinos es el **dólar**, y esto se da porque los argentinos no confiamos en nuestra propia moneda para ahorrar. Esto es razonable, puesto que la elevada inflación que hubo históricamente en nuestro país hace que los ahorros en pesos, si no son correctamente invertidos, sean devorados por la inflación.

Si las tasas por depósitos en pesos que ofrecen los bancos no es lo suficientemente atractiva, los ahorristas se volcarán al dólar, y esto impulsará la suba de su precio. Por lo

dicho, siempre es recomendable tener una parte de las inversiones en esta moneda como forma de protegernos de una futura devaluación, ya que nos ayuda a mitigar el riesgo cambiario.

En general los dólares suelen estar bajo el colchón, sin generarnos ningún tipo de rendimiento, además del problema de seguridad que implica tener el dinero en casa. La famosa frase “el dinero nunca duerme” ilustra que es un error mantenerlos debajo del colchón.

La pregunta que surge entonces es: ¿qué hacemos con esos dólares? Si los dejamos en una caja de seguridad, no solo nos estarían dando un rendimiento cero, sino que además hay que afrontar los costos de su mantenimiento, lo que nos genera un retorno negativo, o sea pérdida, pero como contrapartida sorteamos el problema de la seguridad. Vemos que esto no es lo más viable, hay que buscar otras alternativas.

Podemos optar por un plazo fijo en dólares, pero hay que ser muy cuidadosos con las tasas, que suelen ser bajas. Es una mejor opción a tenerlos enterrados en el jardín, pero sigue sin ser una opción muy redituable.

Una alternativa frecuente para quienes buscan invertir en dólares son los bonos soberanos en dólares, como los Bonos Globales (por ejemplo, GD30, GD35) o provinciales. Estos instrumentos permiten cobrar intereses periódicos (cupones) y suelen negociarse en mercados formales como BYMA o el MAE.

Otra opción son los bonos dollar linked, que están denominados en pesos pero ajustan su capital al tipo de cambio oficial. Los mismos son ideales para quienes buscan cobertura cambiaria pero no tienen dólares para invertir.

A diferencia de los viejos instrumentos como las LETES, que ya no existen, los bonos actuales cuentan con mayor liquidez y pueden comprarse y venderse fácilmente en el mercado secundario. Esto les otorga flexibilidad frente a imprevistos, a la vez que permiten obtener rendimientos superiores al de un plazo fijo en dólares.

Hoy en día, la compra de estos instrumentos puede realizarse de forma sencilla desde una cuenta comitente en una sociedad de bolsa (ALyC), o desde plataformas de *home banking* de bancos que ofrecen acceso a mercado de capitales. En la mayoría de los casos, se permite operar con pesos y comprar instrumentos dolarizados a través del mercado de contado con liquidación o mediante operaciones “dólar MEP”, con regulación y supervisión de la Comisión Nacional de Valores.

Por lo tanto, mantener dólares “debajo del colchón” es una estrategia ineficiente. Existen hoy alternativas con bajo riesgo, buena rentabilidad y plena trazabilidad.

Asimismo, hoy en día, los inversores cuentan con múltiples canales digitales y herramientas que democratizan el acceso al mercado de capitales:

- Los CEDEARs (Certificados de Depósito Argentinos) permiten invertir en empresas extranjeras (como Apple, Tesla o Coca-Cola) desde pesos argentinos. Son instrumentos que cotizan en el mercado local pero siguen la evolución del precio de las acciones en el exterior y del tipo de cambio oficial. Son ideales para diversificar la cartera y acceder a mercados globales.
- Los Fondos Comunes de Inversión (FCI) agrupan el dinero de muchos inversores y lo administran gestores profesionales que arman carteras diversificadas según objetivos de riesgo y rentabilidad. Existen FCI conservadores en pesos, en dólares, ajustados por CER, mixtos o agresivos, dependiendo del perfil del inversor. Pueden contratarse en bancos, ALyCs o apps especializadas.
- Asimismo, las billeteras digitales con acceso a bonos, puesto que muchas fintechs ofrecen actualmente la posibilidad de comprar bonos, FCI o incluso CEDEARs desde el celular, en operaciones simples y con montos bajos. Estas plataformas permiten realizar inversiones fraccionadas, sin necesidad de ser expertos ni contar con grandes sumas.

La tecnología redujo las barreras de entrada al mundo financiero, facilitando el ahorro y la inversión incluso para quienes no tienen conocimientos previos avanzados. Es fundamental, sin embargo, como dijimos anteriormente, verificar que la entidad esté registrada y regulada por la CNV o el BCRA para garantizar seguridad jurídica.