

EVALUACIÓN Y OPORTUNIDADES DE INVERSIÓN

PREMISAS BASICAS DEL INVERSIONISTA

Como es lógico suponer, y como lo apreciamos al hablar de la META DEL INVERSIONISTA, quien asume un riesgo al invertir, esta pensando en ganar dinero; es decir, no se conciben posiciones filantrópicas o románticas, sino pecuniarias. En este orden de ideas, debemos partir de varias suposiciones o premisas sobre el comportamiento del inversionista normal y corriente.

- El inversionista está interesado solo en los beneficios monetarios de la inversión, y no podemos pensar, por ejemplo, que estaría interesado en el placer que le pueda brindar en convertirse en un guardián permanente de su cartera.
- El inversionista prefiere ganar mas dinero que ganar menos, por lo que, en igualdad de condiciones, escogería la inversión más rentable, si puede identificarla a priori.
- El inversionista es adverso al riesgo y, en la medida de sus posibilidades hará lo que esté a su alcance por evitarlo.

META DEL INVERSIONISTA

Lo mencionado en el punto anterior, describe muy bien al inversionista común, quien se enfrenta de una manera directa a situaciones contrapuestas: quiere ganar dinero pero no quiere asumir riesgos. En la vida real, esto no es posible, porque como dice un viejo dicho de los americanos *"there isn't a free lunch"* (no hay almuerzo o comida gratis). Todas las oportunidades de inversión ofrecen cierto nivel de beneficio, pero requieren que se asuma cierto nivel de riesgo.

Este axioma nos conduce a lo que se ha dado en llamar "la proporcionalidad entre el riesgo y el rendimiento", que no es otra cosa que expresar que en la medida que nos arriesgamos mas tenemos mayores posibilidades de ganar o, lo que es lo mismo, si deseamos ganar mucho tenemos que arriesgar mucho, y viceversa. Entonces el inversionista tiene que tener en cuenta que:

- Existe un intercambio entre riesgo y rendimiento que complica el proceso de invertir. Solo con expectativa de pocas ganancias podrá conseguir inversiones de bajo riesgo (depósitos bancarios, por ejemplo); pero un elevado rendimiento sobre la inversión, necesariamente vendrá acompañado de un nivel de riesgo mas alto.
- Lo descrito antes nos conduce a afirmar que el rendimiento obtenido o a obtener, es proporcional al riesgo asumido; y,
- Como el inversionista está en busca de mas utilidades, exponiéndose lo menos posible, debe conseguir formas de medir tanto los rendimientos como el riesgo asumido, de manera tal que pueda siempre buscar su equilibrio u optimización.

De acuerdo con esto, la meta del inversionista puede ser definida o expresada, en términos de aspiraciones, de la manera siguiente:

- Para un determinado nivel de riesgo, el inversionista aspira tener el rendimiento mas alto posible, o
- Para un determinado nivel de rendimiento, el inversionista aspira asumir el menor riesgo posible.

INTRUMENTOS DE INVERSIÓN

Para el inversionista, sea persona natural o jurídica, dependiendo del objeto para el cual está realizando la inversión (ahorros, creación de fondos, contingencias futuras u otras de diferente índole) se le presentan una gran cantidad de alternativas, las cuales debe evaluar concienzudamente, a objeto de que pueda tomar la decisión de inversión que más se ajuste a sus necesidades.

En primer lugar ha de tomar la decisión si desea su inversión en forma individual, o si por el contrario prefiere "retratarse en grupo" participando en una inversión colectiva. En este artículo me refiero específicamente a la inversión individual, puesto que en la entrega anterior me referí a las Entidades de Inversión Colectiva

Vamos a referirnos muy brevemente al plazo por el cual se desea hacer la inversión, es decir, si la inversión es a corto plazo o si por el contrario puede ser extendida al mediano largo plazo. Cuando la inversión es del primer tipo, se debe recurrir al mercado monetario, donde los instrumentos financieros negociados en él son a corto plazo. Este mercado está casi monopolizado por las Instituciones Financieras, regidas por la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras, quienes son las que ofrecen una diversidad de instrumentos de alta liquidez y de bajo riesgo, aun cuando si se quiere asumir algún riesgo, se puede acceder al mercado de valores, mediante la adquisición de papeles comerciales o acciones que se negocien en la Bolsa de Valores, y cuya presencia bursátil o frecuencia de aparición en la rueda sea alta. Si existe la disposición de ir a plazos más largos, existe la opción de adquirir, de las instituciones financieras, bonos de ahorro, depósitos a plazo fijo, participaciones, títulos de capitalización entre otros; aunque lo más recomendable es adquirir títulos valores que se ofertan en el mercado abierto, tales como títulos de participación, obligaciones o bonos (hipotecarios o quirografarios) y acciones. Aun cuando ese no es el objeto de este escrito, siempre habrá la oportunidad de invertir en activos reales como bienes muebles o bienes inmuebles.

Instrumentos ofertados por las instituciones financieras:

Las instituciones financieras, con el objeto de captar los recursos en poder de las unidades superavitarias, para posteriormente llevarlo a las unidades deficitarias, ofrecen una serie de instrumentos de captación, entre los cuales, señalaremos los mas conocidos.

- **Cuenta corriente:** si bien es cierto que la cuenta corriente como tal no significa una inversión, por cuanto su movilización mediante cheques hace que la misma sea considerada como dinero efectivo, tenemos la obligación de señalarla, por cuanto es el principal instrumento ofertado por las instituciones financieras. Es un contrato originado como consecuencia de un depósito, donde el cliente, persona natural o jurídica, tiene la facultad de disponer del saldo a su favor, generalmente mediante la utilización de cheques. Aún cuando es un instrumento de captación exclusivo de los bancos comerciales, las Entidades de Ahorro y Préstamo y los Fondos de Activos Líquidos, mediante convenios suscritos con bancos comerciales, ofrecen la modalidad de poder movilizar sus fondos a través de cheques, mientras se goza de la ventaja de ganar intereses por ellos. (Bajo condiciones especiales se permite que las Entidades de Ahorro y Préstamo emitan sus propios cheques).
- **Cuenta de ahorro:** es un depósito a la vista que percibe pago de intereses, y que usualmente se maneja mediante una libreta, en la cual se registran las transacciones que en ella se realizan (depósitos, retiros, abono de intereses y otros cargos y créditos). Los retiros de fondos de una cuenta de ahorro de ahorro se hacen mediante órdenes nominativas de retiro, aunque, como ya se mencionó antes, algunas instituciones, mediante convenios especiales, permiten su movilización mediante cheques. Este tipo de instrumento de captación puede ser ofrecido por Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Sociedades de Capitalización y Entidades de Ahorro y Préstamo.
- **Depósitos a plazo fijo:** son depósitos exigibles en plazos superiores a treinta (30) días, documentados mediante certificados, nominativos o al portador, negociables o no, emitidos por Bancos Comerciales, Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión y por el Banco Nacional de Ahorro y Préstamo, a tasas de interés variables, dependiendo de las condiciones del mercado.
- **Certificados de ahorro:** son también depósitos exigibles en plazos superiores a treinta (30) días, documentados mediante certificados, nominativos o al portador, siempre negociables, emitidos por Bancos Hipotecarios, Bancos de Inversión, Arrendadoras Financieras y por las Entidades de Ahorro y Préstamo, a tasas de interés variables, dependiendo de las condiciones del mercado. Por su carácter de negociables, gozan de una alta liquidez.
- **Títulos hipotecarios:** son instrumentos de mediano largo - plazo, emitidos en masa por los Bancos Hipotecarios, y que están garantizados por prestamos hipotecarios otorgados por el emisor, cuya existencia debe ser certificada por auditores externos al banco. Las características de estos títulos, su forma de circulación, su mecanismo de redención o rescate deben ser especificadas en un prospecto de emisión. Sus predecesores son las cédulas hipotecarias.
- **Títulos de capitalización:** son instrumentos ofrecidos, en cuotas únicas o periódicas, por las Sociedades de Capitalización, mediante los cuales se obligan con los suscriptores, a la formación de capitales, pagaderos en fechas determinadas. La expedición de un título de participación perfecciona un contrato de capitalización suscrito entre la Sociedad de Capitalización y el ahorrista - inversionista.
- **Bonos:** son documentos que comprueban el derecho de una persona de hacerse pagar una suma cierta de dinero o exigir una prestación determinada. Los más comunes son los Bonos Quirografarios y los Bonos Financieros, y pueden ser emitidos por los Bancos Hipotecarios, los Bancos de Inversión, las Arrendadoras Financieras y las Entidades de Ahorro y Préstamo. El plazo de los quirografarios oscila entre seis (6) meses y ocho (8) años, mientras que los financieros pueden llegar hasta veinte (20) años, si gozan de garantía global, y de diez (10) años cuando la garantía es específica. Se redimen a través de pagos periódicos, usualmente mediante sorteos, y son negociables en mercado secundario.
- **Fondos del Mercado Monetario:** mejor conocidos como Fondos de Activos Líquidos, son instituciones que invierten en títulos valores emitidos o avalados por la República, o emitidos conforme la Ley de Bancos y otras Instituciones Financieras, Ley del Sistema Nacional de Ahorro y Préstamo y la Ley de Banco Central de Venezuela, los cuales depositan, en Fideicomiso o en custodia, en un Banco Comercial, y sobre los cuales ofrecen al público derechos y participaciones.

Todos los fondos obtenidos mediante estos instrumentos, pasan a formar parte de la masa de fondos, que cada institución financiera utiliza para el financiamiento de su actividad crediticia. Es importante destacar que dentro de las modalidades aquí señaladas, las instituciones financieras crean sus propios productos, que ofrecen al público con una gran diversidad de nombres, pero que no son más que variantes, con algunas características especiales, de los instrumentos ya anotados. También debo señalar que los Bancos Universales, que por tener el carácter de poder llevar a cabo todas las operaciones que realizan las instituciones financieras especializadas, también pueden emitir todos los instrumentos mencionados.

Instrumentos ofrecidos en el mercado abierto (Mercado de Valores).

A diferencia de los instrumentos mencionados anteriormente, que son ofrecidos en forma privada, directamente por sus emisores: las instituciones financieras; existen otros instrumentos que son ofertados en forma pública, directa o indirectamente por sus emisores. Dentro de este segmento podemos conseguir instrumentos emitidos por la Nación o cualquiera de sus dependencias (entes públicos) o emitidos por particulares (entes privados). Adicionalmente, los emitidos por entes privados pueden subdividirse en instrumentos de deuda e instrumentos de patrimonio.

Instrumentos de carácter público: como ya se ha mencionado, los organismos del Estado pueden emitir instrumentos financieros para diferentes finalidades. A continuación, una breve explicación de los más conocidos:

REPOS (*Repurchase and Reverse Repurchase Agreement*) son operaciones de ventas de títulos con el acuerdo de recomprarlos en el futuro, en una fecha y condiciones financieras preestablecidas, siendo para la contraparte una compra de títulos en el presente, con la obligación de volver a venderlos al tenedor original en la fecha acordada. En otras palabras, son operaciones de compra-venta con pacto de recompra-reventa, en las cuales se da una transferencia temporal de la propiedad. La tasa de interés del mismo se obtiene mediante las cotizaciones efectuadas por los participantes en una subasta o por acuerdo bilateral entre las partes. Su plazo oscila desde operaciones que vencen en pocas horas hasta un año. Los REPOS usualmente se efectúan sobre títulos o valores emitidos por el Gobierno (bonos de la Deuda Pública y Letras del Tesoro); sin embargo, pueden realizarse sobre instrumentos negociables y al portador de los mercados monetario y financiero. Estos títulos reemplazaron a los Títulos de estabilización monetaria (TEM), que a su vez habían aparecido en sustitución de los Bonos cero cupón.

Bonos de la deuda pública nacional: instrumentos emitidos por la Nación, a través del BCV, con el objeto de cubrir déficits fiscales o financiar proyectos específicos. Se requiere la previa opinión de la Cámara de Diputados, quienes la autorizan de acuerdo a la Ley Orgánica de Crédito Público. Aún cuando generalmente son a mediano - largo plazo, también pueden ser emitidos a corto plazo. Pueden ser colocados a la par, con prima o descuento, y casi siempre tienen cupones de interés, a tasas fijas o variables. Se redimen a su vencimiento o por sorteos, pero también gozan de un buen mercado secundario. Aún cuando no es usual, también podrían ser emitidos por los estados, las municipalidades, los institutos autónomos y demás personas de derecho público, así como por las sociedades en las cuales la República, y demás organismos referidos antes, tengan participación igual o mayor al 51% del capital social.

VEBONOS: es una denominación especial que dio el Ministerio de Finanzas a la Quincuagésima Décima Primera emisión de Bonos de la Deuda Pública Nacional (DPNs), por lo que solo son una variación de los Bonos de la Deuda Pública Nacional. El Ministerio de Finanzas, en forma breve, ha definido los VEBONOS como "títulos electrónicos negociables y al portador que representan obligaciones para la República, de acuerdo a lo contemplado en la Ley Orgánica de Administración Financiera del Sector Público y su Reglamento". Son "títulos electrónicos" porque los VEBONOS no existen en el papel sino que se encuentran "desmaterializados" y han sido convertidos en anotaciones electrónicas en cuenta en la Caja Venezolana de Valores para dar mayor transparencia a su presencia, de manera de prevenir fraudes y hacer más seguro su traspaso a otras manos cuando se ha cumplido una negociación. La desmaterialización consiste en sustituir títulos valores físicos por anotaciones en cuenta. Estas anotaciones en cuenta poseen la misma naturaleza y contienen en sí, todos los derechos, obligaciones, condiciones y otras disposiciones que contienen los títulos físicos. A dichos valores desmaterializados se le puede reconocer como "valores representados por medio de anotaciones en cuenta".

Título de Interés y Capital Cubierto (TICC): son instrumentos financieros denominados en dólares, emitidos bajo leyes venezolanas y negociados, única y exclusivamente en el país y en bolívares. Éstos devengan flujos de interés y capital en bolívares, al tipo de cambio oficial. Permiten al inversionista moderar futuras ganancias o pérdidas en operaciones de importación o exportación, denominado cobertura.

Letras del Tesoro: son papeles emitidos por la Nación (Ministerio de Finanzas), generalmente obedeciendo a problemas de liquidez interna o para financiar programas especiales. Se colocan a la par, con prima o descuento, a plazos máximos de dos años, generalmente a tasa variable de interés. Gozan de muy poca aceptación por parte de los inversionistas.

Bonos Brady: aunque ya no están en circulación, se ha considerado interesante mencionarlos, porque aun mucha gente pregunta por ellos. Fueron bonos soberanos utilizados, entre 1989 y 1992, por “países en vías de desarrollo”, con el objeto de reestructurar su deuda externa, principalmente representada por préstamos bancarios refinanciados, y deben su nombre al promotor de la idea, Sr. Nicholas Brady, Secretario del Tesoro de los Estados Unidos de América (USA). Se conocen gran cantidad de modalidades de estos instrumentos, pero en el caso venezolano, se utilizaron cinco tipos:

Par bonds (PB): emitidos por el valor nominal (par) original de los préstamos por los cuales fueron canjeados. Plazo 30 años y tasa fija de 6.75%. Garantizados, capital e intereses, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Discount bonds (DB): emitidos con un descuento (30%) sobre el valor nominal original de los préstamos. Plazo 30 años y tasa de interés flotante de libor + 13/16%. Garantizados, capital e intereses, por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York.

Debt conversion bonds (DCB): bonos de conversión de deuda, a un plazo de 17 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 7/8%. No garantizados.

New money bonds (NMB): bonos para obtención de nuevos recursos. Emitidos en dos series. La serie A, a un plazo de 15 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 1%, y la serie B, también a un plazo de 15 años, con 7 años de gracia, y tasa de interés libor + 7/8%. No garantizados.

Front loaded interest reduction bonds (FLIRB): bonos de reducción temporal de interés, de decir, devengan 5% en los años 1 y 2, 6% en los años 3 y 4, 7% en el 5º año, y a partir de allí, hasta su vencimiento (17 años) libor + 7/8%. Gozan de garantía sobre los intereses de un año.

Estos instrumentos, transados libremente en el mercado de valores venezolano, a partir de Abril de 1995, sirvieron como un mecanismo alterno para la obtención de divisas, durante el régimen de control de cambios. En la actualidad, ya Venezuela los ha redimido todos, y solo quedan como una interesante modalidad de financiamiento e inversión del pasado.

Bonos Globales: es una nueva modalidad de emisión de Bonos de la Deuda Pública en Moneda Extranjera. La primera emisión que recuerdo se hizo el 11/09/1997, \$4.000 millones; a 30 años de plazo (pago único al vencimiento) y sin garantías, con rendimientos de 9.933% al vencimiento, lo que equivalía a la tasa pagada por un bono del Tesoro de USA a 30 años, más un spread de 3.25% (cupón al 9.25%, ofrecidos al 93.501% de su valor nominal). Dichos bonos fueron canjeados por \$4.441 millones de bonos Brady (Par Bonds y Discount Bonds). Estos bonos son conocidos como los “G27”, porque son Globales que se vencen en 2027. Mas recientemente, Venezuela ha emitidos las series 2010, 2013, 2014, 2016, 2018, 2020, y 2025.

Bonos PDVSA: en Abril de 2007, Petróleos de Venezuela, S. A. (PDVSA) hizo un oferta pública de Bonos en dólares, pero adquiridos en bolívares a la tasa de cambio oficial. Los bonos, por un total de \$7.500.000.000 comprenden tres series, denominadas PDV2017 (40%), PDV2027 (40%), y PDV2037 (20%), a 10, 20, y 30 años respectivamente.

Instrumentos de carácter privado: son títulos valores, de deuda o de patrimonio, emitidos por empresas privadas, con el objeto de financiar sus operaciones. Las empresas propiedad de la Nación o de alguna de sus instituciones, pueden emitir eventualmente títulos de deuda solamente. Todos requieren aprobación previa de la Comisión Nacional de Valores (CNV). Dentro de este renglón, los más conocidos son los siguientes:

Papeles comerciales: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, para cubrir necesidades de financiamiento a corto plazo. Son instrumentos usualmente no garantizados, aún cuando en ciertos casos deben estar afianzados, con vencimiento entre 15 y 360 días, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento.

Títulos de participación: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, para cubrir necesidades de financiamiento a corto y mediano plazo. Son instrumentos garantizados mediante la constitución de un fideicomiso con activos de la empresa (activo subyacente), con vencimiento de hasta 2 años, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento.

Bonos u obligaciones: títulos de deuda, emitidos por sociedades o compañías anónimas, previa autorización de su asamblea de accionistas, para financiar necesidades de financiamiento a mediano y largo plazo. Pueden ser garantizados mediante la constitución de un fideicomiso o de una hipoteca y no

garantizados o quirografarios. Su vencimiento va desde 3 hasta 10 años, usualmente a tasa variable, colocables a la par, con prima o con descuento. Pueden ser convertibles en acciones, a opción del tenedor u obligacionista.

Acciones: una acción es una parte alícuota del capital social de una sociedad, que confiere a su propietario o tenedor, un derecho proporcional de propiedad sobre la empresa, en los términos y condiciones que establezca su acta constitutiva y/o estatutos sociales, el Código de Comercio y la Ley de Mercado de Capitales. Son nominativas, de igual valor y otorgan a sus tenedores iguales derechos dentro de su clase o tipo. Pueden ser comunes y preferidas.

Acciones comunes: son las verdaderas cuota parte del capital social, otorgan a sus propietarios derechos colectivos e individuales, entre los cuales tenemos los siguientes:

- compartir utilidades o derechos residuales en caso de liquidación de la sociedad,
- derecho preferente para la adquisición de nuevas acciones,
- voz y voto en las asambleas de accionistas,
- participar, directa o indirectamente, en la administración, etc.

Acciones preferidas: son un híbrido entre deuda y patrimonio, que otorgan a sus propietarios derechos pecuniarios y administrativos, entre los cuales tenemos los siguientes:

- dividendo garantizado y acumulativo,
- prelación sobre utilidades y reintegros de capital,
- asistencia a asambleas, con derecho a voz y con voto limitado,
- redención y/o conversión, etc.

Recibos de depósito de acciones: son instrumentos financieros negociables, emitidos por un banco extranjero, representativos de acciones de una empresa ubicada fuera del mercado local del inversionista.. Mediante este mecanismo, por ejemplo, una empresa nacional puede acceder al mercado de valores externo.

Existen los recibos de depósito de acciones americanos (ADR/ADS) y los globales (GDR/GDS), cuya diferencia básica es que los primero sólo se negocian en U.S.A. y en dólares americanos, mientras que los segundos pueden ser negociados en cualquier parte del mundo y en cualquier moneda o combinaciones de éstas. Los ADR/ADS pueden ser patrocinados o no patrocinados, dependiendo si la iniciativa de su emisión parte o no de la empresa.

Cuotas de participación: instrumentos ofrecidos en forma pública por los clubes sociales de recreación, en su fase promocional, para la formación de su patrimonio. Su mercado secundario se realiza solamente entre particulares, sin necesidad de ir a la bolsa de valores, por cuanto el control de la CNV cesa, una vez terminada la colocación primaria.

Unidades de inversión: son los diferentes tipos de títulos valores que emiten las entidades de inversión colectiva, tales como: acciones, cuotas, participaciones u otros instrumentos, que confieren derecho de propiedad y sobre los rendimientos, con respecto al patrimonio de la entidad emisora.

Derivados o derivativos: son instrumentos basados en acuerdos de compra o venta, a futuro, de otro instrumento financiero, monedas o productos básicos (*comodities*); son pues títulos valores creados con base en un activo primario, que les proporciona respaldo y garantía. Se suelen dividir en opciones y futuros, tomando en consideración la obligación entre las partes.

Opciones: es un derecho, mas no una obligación, que tiene el tenedor del instrumento, de comprar (opción *call*) o de vender (opción *put*), por un tiempo determinado (*European options*) o en un momento determinado (*American options*), un activo (otro instrumento financiero, monedas o productos básicos), a un precio preestablecido. El emisor del derecho siempre está obligado vender (opción *call*) o a comprar (opción *put*).

Futuros: es realmente un contrato, de compra o de venta, a futuro, a un precio preestablecido en el cual, a diferencia de las opciones, ambas partes, tanto el emisor como el comprador o tenedor, están obligados a ejercerlo, al precio y en fecha predeterminados.

Otros instrumentos: en el mercado financiero suelen conseguirse, por supuesto en menor proporción, muchos otros instrumentos financieros menos conocidos, tales como:

Warrants: equivalentes a una opción

Forwards: equivalentes a un futuro.

Derechos de uso: equivalentes a una cuota de participación, pero sin derecho propietario.

Vales de dividendos: dividendos en efectivo, que se pagan en "diferido", a través de otro instrumento, el cual devenga intereses durante el tiempo del diferimiento.

MEDICIÓN DEL RENDIMIENTO DE LAS INVERSIONES:

Existe gran cantidad de técnicas para medir el rendimiento de una inversión. En esta sección analizaremos cinco (5) muy sencillas, y en la medida que avancemos en el programa, iremos revisando algunas ligeramente mas completas y complejas.

- **Rendimiento en período de tenencia (HPR):** es la relación por cociente entre el valor actual de una inversión y su valor original. Si hay utilidad en la inversión haría que el resultado de la relación sea mayor a 1 ($HPR > 1$); si por el contrario, hay una pérdida, el resultado sería menor a 1 ($HPR < 1$). El peor de los casos es un resultado nulo ($HPR = 0$), ya que el HPR no puede ser negativo.

Ejemplo: Usted adquirió una acción TDV.D de CANTV el último día de 2003 (31/12/2003) por Bs. 6.325,00 y la vendió el último día de 2006 (29/12/2006) en Bs. 9.550,00.

Si aplicamos este medidor tendremos

$$HPR = 9.550 / 6.325 = 1,5098814$$

Este resultado nos indica que hubo utilidad en la operación, pero no nos otra información.

- **Producto en período de tenencia (HPY):** este medidor convierte el HPR en valores relativos o porcentuales, para tener una mejor idea del desempeño de la inversión. Este resultado se obtiene restando la unidad la HPR obtenido

$$HPY = HPR - 1$$

Si aplicamos este medidor al caso anterior, tendremos:

$$HPY = 1,5098814 - 1 = 0,5098814 \text{ ó } 50,99\%$$

Esto nos indica que en el período de tenencia nos ganamos casi 51%; sin embargo, no nos informa en términos anuales cual fue el resultado.

- **HPR y HPY anualizados:** mediante estos medidores corregimos la deficiencia anotada antes. Para anualizar el HPR solo basta elevarlo a la potencia $1/n$; siendo "n" el tiempo a que ha estado colocada la inversión, expresado en "años".

En el caso que hemos venido analizando; entre el 31/12/2003 y 29/12/2006 hay exactamente 3 años, por lo que la operación sería la siguiente:

$$HPR = 9.550 / 6.325 = 1,5098814$$

$$HPR_{(anualizado)} = 1,5098814^{1/3} = 1,147222$$

$$HPY_{(anualizado)} = 1,147222 - 1 = 0,147222 \text{ ó } 14,72\%$$

Este resultado nos indica que en el período la inversión en este instrumento produjo un rendimiento de 14,72% anual, lo cual es una mejor información.

- **Rendimiento medio de una inversión sencilla:** usualmente, los inversionistas conservan un título por varios períodos y tienen la información del rendimiento de la inversión para cada uno de los períodos, con lo cual se puede calcular el rendimiento medio, mediante la fórmula:

$$HPR_{(medio)} = (HPR_1 * HPR_2 * \dots * HPR_n)^{1/n}; \text{ siendo "n" el número de años.}$$

Ampliamos el caso que hemos venido analizando así:

$$HPR_{(medio)} = (1,2964 * 0,6280 * 1,8544)^{1/3} = 1,147222$$

$$HPY_{(medio)} = 1,147222 - 1 = 0,147222 \text{ ó } 14,72\%$$

Lo cual indica que si aplicamos este rendimiento medio a la inversión inicial, no debería reproducir el valor final de la inversión.

$$\text{Valor final} = 6.325 * 1,147222^3 = 9.550$$

AÑO	PRECIO	HPR	HPY
2003	6.325	-	-
2004	8.200	1,2964	29,64%
2005	5.150	0,6280	-37,20%
2006	9.550	1,8544	85,44%

- Rendimiento medio de un grupo de inversiones: cuando se maneja un grupo de inversiones, es necesario conocer cuál es el rendimiento medio de es el rendimiento del portafolio como un todo. En este caso lo que hay que conocer el HPR de cada uno de los instrumentos y el porcentaje en que cada uno participa en el portafolio, para aplicar la siguiente fórmula:

$$HPR_{(\text{portafolio})} = \sum W_i HPR_i$$

Reduzcamos el ejemplo anterior al último año, e incorporemos la acción EDC de Electricidad de Caracas, y la MVZ.B de Mercantil Servicios Financieros, en una proporción 35% y 25% respectivamente para estas dos; y 40% para CANTV. Los resultados serían los siguientes:

	TVD.D		EDC		MVZ.B	
AÑO	PRECIO	HPR	PRECIO	HPR	PRECIO	HPR
2005	5.150		320		2.550	
2006	9.550	1,8544	650	2,0313	6.050	2,3725
W		40,0%		35,0%		25,0%
HPR portafolio =		2,0458				
HPY portafolio =		104,58%				

$$HPR_{(\text{portafolio})} = 40,0\% * 1,8544 + 35,0\% * 2,0313 + 25,0\% * 2,3725 = 2,0458$$

$$HPY_{(\text{portafolio})} = 2,0458 - 1 = 1,0458 \text{ ó } 104,25\%$$

EL ARTE ES UNA INVERSIÓN A CORTO PLAZO (Mayo/2007)

Además de los coleccionistas noveles y establecidos y los comerciantes, un nuevo tipo de comprador de arte participa en las subastas de obras de Rothko, Warhol y Picasso en Christie's y Sotheby's, en Nueva York u otras ciudades del mundo.

No es de sorprender que los dueños de galerías, coleccionistas, ejecutivos de casas de subasta y asesores de arte digan que tienen la esperanza, e incluso la certidumbre, de que el auge continuará. Pero casi todos están de acuerdo en que el rápido aumento de los precios, especialmente del arte contemporáneo, tiene menos que ver con el amor al arte que con los inversionistas en arte.

"La gente que está comprando estas obras no son coleccionistas", dijo la asesora de arte de Miami, Lisa Austin. "Son inversionistas, y compran y venden arte tan rápido como pueden". Los comerciantes dicen que la mentalidad de ver al arte como una inversión es cada vez más evidente. "La gente piensa que ganará dinero rápidamente y que es una apuesta segura", dijo Andrea Crane, comerciante privada de Nueva York. "Sé que ocurre, lo he visto".

LES DEMOISELLES D'AVIGNON

"Horrible", "chocante", "monstruosa". Dichas reacciones no faltaron cuando Picasso presentó hace justo 100 años Les demoiselles d'Avignon (Las señoritas d'Avignon), más tarde reconocida como la obra fundadora del arte moderno.

Un siglo después, el Museo de Arte Moderno de Nueva York, que alberga la obra maestra desde hace 68 años, presenta una exposición en homenaje a las "Señoritas" con una docena de estudios preliminares.

Normalmente expuesta en medio de otros tesoros, esta vez la monumental tela ocupa un espacio para ella sola.

La representación de cinco prostitutas, ya no genera escándalo, pero sigue siendo una impresión visual, "incluso después de un siglo de arte donde la única ambición fue sobrepasar la obra de Picasso", escribe el crítico e investigador del New York Times, Michael Kimmelman.



Inocencio Sánchez

PhD / MBA / MSc / Contador Público

Profesor Área de Estudios de Postgrado y del Centro de Extensión y Asistencia Técnica a la Empresas (CEATE)

Universidad de Carabobo

Mayo / 2007

Este material ha sido preparado por Inocencio Sánchez exclusivamente para servir como material de apoyo del curso ADMINISTRACION DE INVERSIONES, dictado en el Área de Estudios de Postgrado de la Universidad de Carabobo. Por tanto, es propiedad intelectual del autor y se prohíbe su reproducción para fines diferentes a los expresados.

LA DISPUTA DE LOS BONOS GLOBALES

(Un pelón de \$565 millones)

El 11/09/1997, Venezuela sacó al mercado internacional una enorme emisión de “bonos globales” por \$4.000 millones. La oferta, que tuvo un gran éxito, fue la mayor emisión no garantizada del gobierno latinoamericano alguno hasta la fecha. Los términos eran razonables, especialmente para un país cuyo anterior desempeño ha sido regular, en el mejor de los casos: 30 años de plazo (pago único al vencimiento) y nada de garantías, con rendimientos de 9.933% al vencimiento, lo que equivalía a la tasa pagada por un bono del Tesoro de USA a 30 años, más un spread de 3.25% (cupón al 9.25%, ofrecidos al 93.501% de su valor nominal). Dichos bonos fueron canjeados por \$4.441 millones de bonos Brady (Par Bonds y Discount Bonds), lo que implicó una reducción de \$441 millones del total de deuda del país, además de la liberación de una garantía de \$1.317 millones, que pasaron a incrementar las reservas internacionales.

Aparentemente, la transacción fue favorable para el país, por cuanto redujo la deuda en \$441 millones, se difirió el pago del año 2020 hasta el 2027, las reservas internacionales se fortalecieron en aproximadamente \$1.800 millones (el FIV poseía \$491.6 millones de los bonos cancelados); sin embargo, un análisis más detenido de la situación revela que como los bonos Brady tenían un colateral del Gobierno Americano (Banco de la Reserva Federal), Venezuela no tenía obligación real de pagarlos; ahora si tendrá que hacer el desembolso. Adicionalmente, es una ilusión incorporar los \$1.317 millones del colateral mas los fondos del FIV a las reservas internacionales, ya que estos fondos no son nuevos; pero lo más grave es que Venezuela ahora paga anualmente \$70.5 millones adicionales de intereses, por lo que, a valores de 1997, la operación tuvo un Valor Presente Neto (NPV) de -\$565 millones.

Sobre esta base, había muy pocas razones para recomendar el canje. En términos de flujo de caja, la nación terminó pagando \$70.5 millones / año mas, siete años adicionales y con un NPV negativo. Los “genios” del gobierno argumentaron que diferir el pago por esos 7 años, la reducción de \$441 millones, la liberación de las garantías y la buena reputación del país eran razones suficientes para hacerlo. *AMEN!*

Inocencio Sánchez – 1999

Fuente: <http://www.veneconomia.com>

IMPORTANTE:

En Agosto de 2002, el Ejecutivo Nacional, por vía de su Ministro de Finanzas, Tobías Nóbrega, hizo una colocación de Bs. 190.000.000.000 en Bonos de la Deuda Publica mediante asignación directa; es decir, sin el requisito de la subasta, que dejó como “un niño de pecho” la operación anterior, por cuanto se estima que la pérdida para la Nación fue muy superior.

El Ministerio de Finanzas entregó títulos de deuda pública, equivalentes a 133 millardos de bolívares (70% de los bonos pagados a crédito), con garantía soberana, con un descuento de 22%, y pagó un rendimiento efectivo de 46,56%. Absurdamente, el despacho de finanzas recibió a cambio certificados de depósito por 103,7 millardos de bolívares, que sólo están garantizados hasta por 10 millones de bolívares (con recursos de FOGADE, organismo que pertenece al Estado), aceptó los certificados a 100% de su valor y, para remate, éstos sólo pagan un rendimiento promedio de 29%; extrañamente, tres puntos por debajo de lo que estaban pagando esos mismos bancos a sus clientes particulares, el mismo día de la operación y por depósitos ostensiblemente menores. ¡Qué gran negocio para la República, ministro! Ante tantas evidencias, la explicación del ministro fue de antología y suficiente para que hoy no esté en el cargo. Citamos: “En este momento, en Venezuela, el riesgo soberano es mayor al del sector privado (...) Estamos frente a una situación totalmente invertida” (El Nacional, 10-08-02, D-5). En otras palabras, según el ministro, los certificados de los bancos Canarias y Central son más confiables que los bonos DPN garantizados por la República.

Son cuatro las vías que producen las pérdidas patrimoniales:

- 1) Los bonos fueron adjudicados a un precio muy por debajo de las condiciones financieras vigentes en el mercado, que consistió en un descuento de 22% del valor facial, cuando en el mercado se realizaban transacciones con descuentos que oscilaban entre 9% y 17%.
- 2) Se aceptaron certificados de depósito como forma de pago, otorgándoles a los compradores diferenciales desproporcionados de tasas de interés, expresados en el rendimiento efectivo que pagan los bonos (46,56%) y la tasa promedio de los certificados (29%).
- 3) El Ministerio de Finanzas aceptó certificados de los bancos Canarias y Central Banco Universal a tasas de 30%, 29% y 28%, las cuales eran inferiores a las que cualquier particular podía conseguir en esos bancos, el día de la operación y por depósitos significativamente menores.
- 4) El Estado adjudicó los bonos en el mercado primario a un precio de 78% y recompró los mismos títulos a 91%, y se favoreció desmedidamente a empresas privadas.

Inocencio Sánchez – 2003.