



Universidad del Salvador

Facultad de Ciencias Económicas

Proyecto de Investigación para la Obtención del Título de
Licenciado en Economía con Orientación Empresa



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

Análisis de Viabilidad de Microemprendimiento Financiero Local

Salta - Octubre 2011

Autor: Carlos María Flamini



Me resulta importante y satisfactorio poder dar un espacio en este trabajo a las personas que me permitieron llegar hasta aquí.

Por empezar, debo mencionar a mi familia y agradecerles por su constante apoyo e interés para que siga adelante con este proyecto.

En segundo lugar, debo agradecer a los profesores de mi carrera, en especial a los de los últimos años, que me han enseñado lo más lindo de la economía, y sobre todo me han enseñado a razonar como un economista; razonamiento que aplico en cada aspecto de mi vida.

Por último, quiero mencionar a mis compañeros de la universidad, agradecerles el constante apoyo y contención brindados durante el desarrollo de esta etapa de mi vida; han sido un soporte muy importante durante toda mi carrera.

Muchas gracias a todos.



Hoja de Evaluación para el Tribunal Examinador

“Análisis de Viabilidad de Microemprendimiento Financiero Local”

Salta - Octubre 2011

Autor: Carlos María Flamini

Observaciones del Tribunal



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

**Índice**

Resumen	8
Introducción – Aspectos Metodológicos	12
Capítulo I: Marco Teórico.....	15
I.1 Análisis	16
Capítulo II: Estudio de Mercado.....	24
II.1 Definiciones.....	25
II.2 Análisis del Sector Monetario.....	27
II.3 Análisis del Mercado Turístico.....	31
II.4 Análisis del Mercado Único y Libre de Cambio	33
II.5 Análisis del Mercado de Agencias y Casas de Cambio.....	37
II.5.1 Las Casas de Cambio.	38
II.5.2 Las Agencias de Cambio	41
II.6 Caso: Dinar Cambio, Bolsa y Turismo S.A.....	46
Capítulo III: Ingresos y Beneficios del Proyecto.....	47
III.1 Las Líneas de Negocio de las Agencias de Cambio.....	48
III.2 Precios del Mercado Salteño	52
III.3 Volúmenes que se espera lograr en el Mercado Cambiario Salteño.....	53
III.4 Las Relaciones entre Monedas.....	56
III.5 Ingresos que se espera lograr en el Mercado Cambiario Salteño	57
III.6 Ingresos por Asesoramiento Financiero.....	61
III.7 Calendario de Venta de los Activos Reemplazados	62
III.8 El Valor de Desecho del Proyecto y la Recuperación de la Inversión en Capital de Trabajo	63
Capítulo IV: Estructura y Costos Operativos	65
IV.1 Estructura y Costos Organizativos.....	66
IV.2 Requisitos del BCRA	69
IV.3 Software de Gestión para Operaciones.....	71
IV.4 Costos Operativos Mensuales.....	72
IV.5 Localización Geográfica.....	74
IV.6 Estructura Física para la Operatoria.....	77
IV.7 Equipamiento para la Operatoria	80
IV.8 Reinversión en Equipos y Calendario de Inversiones	88
IV.9 Capitales Mínimos de Reserva	90
Capítulo V: Viabilidad del Proyecto	91
V.1 Valor Actual Neto	92
V.2 Tasa Interna de Retorno.....	93
V.3 Periodo de Recuperación de la Inversión.....	93



Capítulo VI: Evaluación de la inversión ante incertidumbre 94
VI.1 Análisis ante la Incertidumbre 95
VI.1 Análisis de Sensibilidad 95
VI.1.2 Análisis de Simulación Montecarlo 97

Conclusiones Finales 101

Bibliografía 106

Bibliografía de Internet 108

Anexos 109



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR

**Índice de Tablas, Cuadros y Gráficos**

Gráfico II.2: Base Monetaria	28
Gráfico II.2.1: Reservas BCRA	29
Gráfico II.2.2: Volumen Compra – Venta de Divisas por BCRA	30
Gráfico II.3: Volumen Turismo Emisivo y Receptivo.....	31
Gráfico II. 3.1: Turismo No Residente en la Provincia de Salta	32
Gráfico II.4: Volumen Operado en el Mercado Cambiario	34
Gráfico II.4.1: Participación por tipo de Operación en el MULC el año 2010(%) .	35
Gráfico II.4.2: Volumen Operado entre Clientes y Entidades.....	35
Gráfico II.4.3: Distribución por tipo de Entidad(%)	36
Gráfico II.5: Volumen Operado por tipo de Entidad (%)	37
CuadroII.5: Ranking de Casas de Cambio (Vol. Operado en 2010).....	39
Mapa II.5: Distribución Espacial de Sucursales por Provincia.....	40
CuadroII.5.1: Ranking de Agencias de Cambio(Vol. Operado 2010)	41
CuadroII.5.2: Agencias de Cambio por Provincia	43
Mapa II.5.1: Distribución Espacial de Sucursales por Provincia	45
CuadroIII.1: Participación de las Líneas de Negocios.....	49
Gráfico III.1: Participación por Moneda en el volumen operado entre Agencias y Casas de Cambio con sus Clientes(%)	50
Gráfico III.1.2: Evolución de la participación de monedas entre Agencias y Casas de Cambio con sus Clientes(%).....	51
CuadroIII.2: Cotizaciones de Dinar Cambio, Bolsa y Turismo S.A.	52
CuadroIII.3: Supuestos del Análisis	53
CuadroIII.3.1: Distribución de Líneas de Negocios y de Monedas	55
CuadroIII.5: Volumen por Línea de Negocios (miles de dólares).....	57
CuadroIII.5.1: Ingresos por Volumen y Spread Operado	58
CuadroIII.5.2: Ingresos Mensuales por Producto Operado (miles de pesos)	59
CuadroIII.5.3: Ingresos Anuales por Producto Operado (miles de pesos).....	60
EsquemaIII.6: Esquema de Operación INVERTIR S.A	61
EsquemaIV.1: Estructura Operativa INVERTIR S.A.	67
CuadroIV.1: Balance de Personal	68
CuadroIV.4: Balance de Insumos y Servicios	73
ImagenIV.5: Ubicación de INVERTIR S.A.	75
ImagenIV.5.1: Fachada de INVERTIR S.A.	76
PlanoIV.6: Planta Baja de INVERTIR S.A.	77
PlanoIV.6.1: Planta Entrepiso de INVERTIR S.A.	78
CuadroIV.6: Balance de Obras Físicas del Proyecto	79
CuadroIV.7: Equipamiento Sala de Espera	80
CuadroIV.7.1: Equipamiento Recepción	81
CuadroIV.7.2: Equipamiento Oficinas de Cambio	82
CuadroIV.7.3: Equipamiento Oficina Tesorero	83
CuadroIV.7.4: Equipamiento Oficina Gerente de Cambio.....	84
CuadroIV.7.5: Equipamiento Oficina Contador	85
CuadroIV.7.6: Equipamiento Sala de reuniones.....	86
Cuadro IV.8: Vida Útil de Equipos.....	88



Cuadro IV.8.1: Calendario de Inversiones de Reposición.....89

Cuadro VI.1.2: Relación entre monedas al 06-05-10..... 97

Gráfico VI.1.2.1: Distribución de Probabilidad del VAN.....98

Gráfico VI.1.2.2: Probabilidad Acumulada del VAN.....99

Gráfico VI.1.2.3: Análisis de Elasticidad de Monedas.....99



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR



Resumen

Las entidades cambiarias, al igual que las entidades financieras, son instituciones fundamentales para el desarrollo socio-económico de un país, región o provincia. Las mismas, ayudan a la relación de las economías locales con los centros financieros de mayor envergadura.

La importancia de un análisis de viabilidad económica sobre una agencia de cambio, radica en la necesidad de saber si el proyecto será rentable y aceptado por el mercado al cual se dirige. De esta forma, se analizan los distintos escenarios que podría enfrentar el proyecto. También es importante, ya que el mismo analiza los requisitos y disposiciones pertinentes que imponen el Banco Central de la República Argentina y la Ley de Entidades Cambiarias para el funcionamiento de una agencia de este tipo.

De lo dicho anteriormente, la composición del presente trabajo final estará conformado por cuatro partes:

Marco Teórico: justifica el por qué de la decisión de llevar a cabo el proyecto de inversión de la agencia de cambio INVERTIR S.A. En el mismo, se establecen el marco conceptual y teórico en los que se basará el presente trabajo. Estos conceptos y teorías luego son justificados mediante investigaciones pertinentes al tema.



Estudio de mercado: analiza el mercado cambiario y otro tipo de variables que influyen sobre la economía local y nacional con las cuáles se va a justificar la necesidad y finalidad del proyecto.

Consiste en recopilar información a través de la investigación exploratoria, con el fin de conocer, en profundidad el mercado en el cual nos encontramos y de esta forma, adecuar el proyecto a las necesidades existentes. Es decir, busca posicionar el proyecto en un contexto lo más real posible para obtener resultados serios y confiables.

Ingresos del Negocio: Dentro del presente proyecto, se consideran distintos tipos de ingresos:

Líneas de negocio de la agencia de cambio, que consiste en la compra-venta de moneda extranjera, de cheques viajeros y las comisiones por asesoramiento financiero.

Por otro lado, existen beneficios que no generan un movimiento de caja, tales como el valor de desecho del proyecto, el cual está constituido por el valor del mismo una vez finalizado el periodo de evaluación (10 años en este caso).

Por último, se encuentran los ingresos generados por la recuperación de la inversión en capital de trabajo, que se obtiene una vez liquidado el proyecto.



Aspectos técnicos del proyecto: especifican las pautas necesarias para el funcionamiento del proyecto; la forma en que va a operar la agencia de cambio. Dentro de los mismos se encuentran:

- ✚ *Inversión Inicial*, que indica el costo necesario para la puesta en marcha de la agencia de cambio, como el equipamiento (software de gestión, mobiliario), remodelaciones; la estructura física: distribución de los espacios, cantidad de oficinas y salas, accesos existentes;
- ✚ *Estructura Organizativa*, indica quiénes serán los integrantes de la agencia, su posición jerárquica y la tareas a desarrollar por cada miembro; la forma de operatoria a utilizar dentro de la agencia de cambio; los costos operativos mensuales en los que se incurrirá para mantenerla abierta y en funcionamiento;
- ✚ *Programa para la Reinversión de Equipos*, determinando la vida útil de los mismos y el costo de reposición.

Criterios de evaluación: permiten observar la rentabilidad del proyecto. Para esto, se utiliza un flujo de caja, en el cual se va a mostrar un estimativo de los ingresos y egresos que genera la agencia de cambio. Sobre este flujo de caja, se calculan distintos criterios: Valor Actual Neto (VAN), que va a medir la rentabilidad una vez recuperada la inversión; Tasa Interna de Retorno (TIR), la cual expresa la rentabilidad como porcentaje; por último, se encuentra el periodo de recuperación de la inversión, con el cual se puede saber en cuántos años se podrá recuperar la inversión inicial más el rendimiento exigido por la tasa de corte.



Evaluación de la Inversión ante la Incertidumbre: busca observar el comportamiento de las variables, esperando que las mismas sean similares al promedio. Para esto, se utilizan distintos tipos de análisis tales como: Sensibilidad y Simulación.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR



Introducción – Aspectos Metodológicos

La elección del tema se basa en plasmar la carencia que existe en el mercado salteño de alternativas institucionales que asistan y asesoren a los agentes económicos que se encuentran en la provincia de Salta. También, representa una alternativa ante un servicio que es provisto sólo por los bancos y una única agencia de cambio existente hoy en día en la capital.

Actualmente, las personas se encuentran en un contexto económico en el cual ven a las divisas como un modo seguro para mantener sus ahorros y así evitar los riesgos macroeconómicos que puedan surgir. Esto se puede observar en el crecimiento de los volúmenes de operaciones cambiarias, considerando que el mercado cambiario salteño de agencias de cambio supera la media nacional.

La provincia experimentó un fuerte crecimiento económico en estos últimos años. Junto con este crecimiento, surgieron nuevas opciones de negocio, la mayoría relacionados con la industria agropecuaria, la minera, la petrolera y los desarrollos inmobiliarios; limitando su universo de negocios a este tipo de operaciones.

Esto se debe a que hoy en día, los empresarios salteños no cuentan con instituciones que los asesoren en qué invertir, proponiendo nuevos negocios, educando e informando de las diferentes opciones que existen en los mercados financieros.

Es así que, la finalidad de este proyecto, es brindar una solución a una necesidad latente que actualmente se encuentra insatisfecha, llevando distintas propuestas a los empresarios y comerciantes salteños, así como también, ofrecer una alternativa a los agentes económicos en dónde poder adquirir divisas.



Objeto de estudio

INVERTIR S.A. -AGENCIA DE CAMBIO Y ASESORAMIENTO FINANCIERO-

Alcance

Creación de una agencia de cambio en la zona de influencia financiera de la ciudad de Salta Capital.

Metodología a utilizar

Herramientas de carácter Cualitativo y Cuantitativo:

- *Fuentes primarias:* elaboración de un proyecto de inversión con observación directa no participante sobre emprendimientos existentes y en funcionamiento, entrevistas con profesionales afines a las distintas aéreas que componen el presente proyecto.
- *Fuentes secundarias:* publicaciones comerciales-financieras (estudios de mercado, artículos periodísticos), resoluciones del Banco Central de la República Argentina, Ley de Entidades Cambiarias, datos estadísticos (INDEC, Ministerio de Turismo de la Nación, Ministerio de Turismo de Salta, BCRA)¹, análisis geográfico y territorial, estimaciones de volumen de operaciones financieras, datos económicos, manuales de economía.

¹ **INDEC:** Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.
BCRA: Banco Central de la República Argentina.



Tipo de análisis económico a realizar

Consiste en un estudio de caso sincrónico, que comprende un análisis de viabilidad y rentabilidad mediante el cálculo de distintas variables económicas: tasa interna de retorno, valor actual neto del proyecto, costos a incurrir, plan de inversiones primarias, plan de reinversión por reposición de equipos, análisis de sensibilidad, análisis de simulación, calculo del valor de desecho.



USAL
UNIVERSIDAD
DEL SALVADOR



Capítulo I

Marco Teórico

Dentro del marco teórico se busca demostrar a través de conceptos e historia el por qué del beneficio de la realización del proyecto de inversión de la agencia de cambio INVERTIR S.A.

Luego, se plantean teorías, que mediante la investigación y justificaciones correspondientes, comprueben el *“Por qué la gente demanda dólares”*, avalando así la hipótesis principal: ***“La apertura de una agencia de cambio en la actualidad en la ciudad de Salta es un negocio rentable”***.

Se realiza un análisis del mercado monetario, que muestra la conveniencia para los agentes económicos de mantener sus ahorros en un activo alternativo al peso.

También, se analiza la evolución del turismo internacional en la Argentina y en la ciudad de Salta durante los últimos años, ya que es un factor importante que manifiesta la importancia de abrir INVERTIR S.A. en una plaza turística como representa la ciudad.

Por último, se establecen otros factores que explican la decisión de las personas de operar en agencias de cambio locales, y no en entidades bancarias u otros centros financieros de mayor envergadura.



I.1 Análisis

Son varias las razones, por la cual se ha decidido realizar el proyecto de inversión de INVERTIR S.A. Por un lado, nos encontramos en un contexto de incertidumbre que provoca que la gente busque otros activos alternativos al peso para mantener sus ahorros, como lo es el dólar u otras divisas. Sumado a esto, se da el hecho de que Salta se ha convertido en un importante centro turístico para el turismo extranjero. Ambos factores constituyen, los motivos por lo que se cree que la apertura de una agencia de cambio que ofrezca un servicio de compra-venta de divisas se convertirá en un negocio rentable.

También, se consideran otros beneficios que la misma generará para la población salteña en su totalidad: disminuir los costos de transacción, resguardar la identidad de los inversionistas, seguridad para los mismos y preservar el valor económico de las personas.

Los agentes económicos tanto en la provincia de Salta como en el resto del país no poseen demasiada confianza en las entidades bancarias, en el mercado de capitales, ni en los gobiernos de turno, es por esta razón que buscan mantener sus ahorros en un activo alternativo al peso como representa el dólar.

Un estudio de la Universidad Nacional de Tucumán, "*Currency Crises in Argentina*"², ha calculado que en la Argentina se produjeron un promedio de una crisis cambiaria cada cuatro años. En un periodo de 118 años, que comprende desde el año 1885 hasta el 2003, se produjeron en el país 19 crisis que derivaron en 32 años de crisis para el país.

Acorde al modelo *Krugman* o de *Primera Generación*, mencionados en el estudio, cuando los déficits son financiados con reservas del Banco Central, y estas llegan a un límite crítico, un ataque especulativo conduce a la necesidad de abandonar un sistema de tipo de cambio fijo, devaluando la moneda. Esto

² AMADO Néstor, CERRO Ana María, MELONI Osvaldo: "*Currency Crises in Argentina. An empirical investigation*". Universidad Nacional de Tucumán. Argentina, Tucumán. 2003.



generalmente sucede, cuando la política fiscal llevada adelante por el gobierno no concuerda con el régimen de tipo de cambio adoptado.

A modo de ejemplo, el hecho más reciente de una crisis de este tipo, fue la crisis del 2001, que devino en una devaluación del peso que puso fin al sistema de convertibilidad. En la misma, se produce también el llamado “*Corralón*”, el cual consistía en que las personas no podían disponer de sus depósitos a plazo fijo en pesos y dólares, que luego fueron pesificados a un tipo de cambio de $\$1,40 + CER^3$, muy por debajo del precio de mercado en ese momento. Sumado a esto, hubo un aumento extraordinario del Riesgo País por encima de los 1000 puntos básicos cayendo el valor de todos los títulos públicos, afectando a aquellas personas que invertían en bonos del gobierno.

Así como este hecho, se pueden nombrar otros anteriores, como el *Plan Bonex* durante el gobierno del Dr. Carlos Saúl Menem, por el cual se cambiaron los depósitos que los ahorristas mantenían en plazo fijos por bonos del gobierno.

Todas estas crisis terminaron con la toma de medidas que siempre afectaron a las personas. Este es el motivo, por el cual existe en la gente una falta de confianza en el sistema en general, que hace que al momento de decidir qué activo alternativo al peso elegir para ahorrar o realizar inversiones, los agentes económicos se decidan por las divisas antes que los bonos, acciones o depósitos a plazo fijo.

Las personas ven en las divisas (principalmente al dólar) la mejor forma para mantener sus ahorros, ya que permiten, en cierta medida, preservar el poder adquisitivo de sus saldos ociosos. Es decir, que están dispuestas a renunciar a una renta proporcionada por bonos o acciones, ante un activo que les permite evitar la inflación.

³ Coeficiente de Estabilización de Referencia: índice de ajuste diario que refleja la evolución de la inflación. <http://www.zonabancos.com/ar/blog/13627-que-es-el-coeficiente-de-estabilizacion-de-referencia-cer.aspx> (09/03/2011 – 16.00 hs)



De acuerdo a la Teoría Cuantitativa del Dinero formulada por Irving Fisher, para mantener un equilibrio entre la oferta y la demanda de dinero, un aumento de la cantidad de dinero debe ser seguido por un incremento del nivel de precios.

$$M \times V = P \times Y^4$$

Esto sucede dado que un aumento en la cantidad de dinero no puede ser acompañado por un igual crecimiento del producto, ya que la capacidad productiva de un país no puede variar en el corto plazo de la misma forma que los aumentos de precio. Es por ello, que el aumento de precios es el mecanismo de ajuste que aparece en primera instancia.

Sin embargo, en economías donde el Producto Bruto Interno (PBI) crece en el corto plazo por razones como capacidad instalada ociosa, los aumentos de dinero no se traducen en igual inflación, dado que la demanda de dinero también va creciendo. Por lo tanto, lo que genera inflación, son los aumentos de dinero por sobre la demanda. Pero si la cantidad de dinero sigue creciendo en el largo plazo y no es acompañada por un aumento de la capacidad productiva del país, esta llegará a su límite máximo, provocando que la inflación vaya por encima de los aumentos la masa de dinero.

De acuerdo al Enfoque Monetario de Balanza de Pagos, un exceso de oferta de dinero bajo un sistema de tipo de cambio flexible, generará un aumento en la demanda agregada. Como la economía se encuentra en pleno empleo, la oferta agregada se mantendrá fija. El exceso de demanda provocará un aumento en los precios domésticos, que conducirá a un aumento de la demanda de dinero, y por último a una contracción de la demanda agregada, hasta alcanzar un nivel de equilibrio en el nuevo nivel de precios.

⁴ M= Cantidad de dinero
V= Velocidad de Circulación del dinero
P= Nivel de Precios
Y= Nivel de Ingreso/Producto