

AAU

AMERICAN ANDRAGOGY
UNIVERSITY



Acerca de los autores

Cheol S. Eun

Georgia Institute of Technology

Cheol S. Eun (doctorado por la Universidad de Nueva York en 1981) es profesor de Finanzas internacionales (cátedra Thomas R. Williams) en la Escuela de Administración del Institute of Technology de Georgia. Antes de dar clases en el referido tecnológico, trabajó de docente en la Universidad de Minnesota y en la Universidad de Maryland. También fue profesor visitante en la Escuela Wharton de la Universidad de Pennsylvania, en el Instituto de Tecnología y Ciencias Avanzadas de Corea, en la Universidad Administrativa de Singapur y en la Universidad Tecnológica de Esslingen (Alemania). Ha publicado muchas obras sobre diversos aspectos de las finanzas internacionales, en publicaciones destacadas, como *Journal of Finance*, *JFQA*, *Journal of Banking and Finance*, *Journal of International Money and Finance*, *Management Science* y *Oxford Economic Papers*. Actualmente forma parte de los consejos editoriales de *Journal of Banking and Finance*, *Journal of Financial Research*, *Global Finance Journal* y *European Financial Management*. Sus investigaciones son citadas con frecuencia y sus obras forman parte de la bibliografía de distintos artículos académicos y libros de texto de Estados Unidos y otros países.

El profesor Eun es presidente fundador de la *Fortis/Georgia Tech Conference on International Finance*, la cual se ha llevado a cabo anualmente a partir de 1995. Los objetivos básicos de la conferencia son fomentar las investigaciones sobre finanzas internacionales y ofrecer un foro para la interacción de académicos, practicantes y autoridades reguladoras interesadas en temas de las finanzas internacionales vitales en estos tiempos.

También ha sido profesor de distintos cursos tanto al nivel de licenciatura como al de posgrado y de otros más para ejecutivos, y obtuvo el premio Krowe Teaching Excellence otorgado por la Universidad de Maryland. Asimismo, ha sido asesor de muchas organizaciones nacionales e internacionales, entre otras, el Banco Mundial, Apex Capital y el Instituto para el Desarrollo de Corea, en los cuales a trabajado con temas relativos a la liberalización del mercado de capitales, la conse-

Bruce G. Resnick

cución de capitales globales, las inversiones internacionales y la administración del riesgo cambiario. Además, ha sido orador en muchas reuniones de académicos y profesionales de todo el mundo.

Wake Forest University

Bruce G. Resnick es profesor de Banca y Finanzas (cátedra Joseph M. Bryan Jr.) en el posgrado de la Escuela de Administración Babcock de la Universidad de Wake Forest, en Winston-Salem, Carolina del Norte. Obtuvo su grado de doctor (1979) en finanzas en la Universidad de Indiana. Además, obtuvo su grado de maestría en la Universidad de Colorado y su licenciatura en la Universidad de Wisconsin, en Oshkosh. Antes de enseñar en la Escuela Babcock, fue profesor en la Universidad de Indiana durante diez años, en la Universidad de Minnesota durante cinco años y en la Universidad Estatal de California durante dos años. También ha sido profesor visitante de la Universidad de Bond, Costa Dorada, en Queensland, Australia, y en la Escuela de Economía de Administración de Helsinki, Finlandia. Asimismo, fue asignado por la Universidad de Indiana como su director residente en el Centro de Estudios Europeos de la Universidad de Limburg, en Maastrich, Holanda. También fue examinador externo del Departamento de Administración de Empresas del Politécnico de Singapur.

El profesor Resnick imparte clases de maestría en la Universidad de Wake Forest. Se especializa en el campo de las inversiones, la administración de portafolios y la administración de finanzas internacionales. Sus investigaciones giran en torno a estudios de la eficiencia de los mercados de opciones y de futuros financieros, así como de pruebas empíricas de modelos para determinar precios de activos. Uno de sus grandes intereses es el diseño óptimo de portafolios diversificados internacionalmente, creados para controlar los parámetros de incertidumbre y el riesgo cambiario. En años recientes se ha dedicado a estudiar los vencimientos de las inversiones en acciones internacionales con base en la información contenida en la curva de rendimientos. Los artículos que versan sobre sus investigaciones han aparecido en muchas publicaciones académicas sobre finanzas. Otros investigadores y autores de libros de texto citan con frecuencia sus investigaciones. Es editor asociado de *Journal of Financial Research*, *Journal of Multinational Financial Management* y *Journal of Economics and Business*.



Prefacio

Por qué hemos escrito este libro de texto

Contamos con más de veinte años dando clases de Administración de finanzas internacionales, en cursos de licenciatura y de maestría del Institute of Technology de Georgia, de la Universidad de Wake Forest y en otras universidades. Durante todo este tiempo, hemos realizado muchas investigaciones (que han aparecido en importantes publicaciones de finanzas y estadísticas) en torno a cómo operan los mercados financieros internacionales y hemos recopilado una enorme cantidad de materiales didácticos, que utilizamos con gran éxito en nuestras clases. Con el paso de los años, ambos hemos recurrido a nuestros propios materiales didácticos y notas, y menos a los libros de texto sobre finanzas internacionales que hay en el mercado (los cuales probamos en algún momento).

Cabe señalar que el alcance y el contenido de las finanzas internacionales han evolucionado muy velozmente debido a la desregulación de los mercados financieros, las innovaciones de productos y los adelantos tecnológicos. Dado que los mercados de capitales del mundo están cada vez más integrados, ahora la necesidad de tener un sólido conocimiento de las finanzas internacionales es esencial para tomar decisiones astutas en las compañías. Al reflexionar sobre la creciente importancia de las finanzas internacionales como disciplina, hemos detectado un notable incremento en la demanda de expertos en el campo, tanto en el mundo de las empresas como en el académico.

Al escribir la cuarta edición de *Administración financiera internacional*, nuestra meta era presentar un texto que cubriera, de forma bien organizada, comprensiva y actualizada, temas que se fundan en nuestros muchos años de docencia e investigación en este campo. Esperamos que el texto sea todo un reto para los estudiantes, lo cual no significa que sea difícil de leer. Las explicaciones están redactadas de forma que presentan un tratamiento autocontenido de cada tema *amable para el usuario*. El texto se puede utilizar en el nivel avanzado de licenciatura y en el nivel de maestría.

Filosofía del libro

La cuarta edición de *Administración financiera internacional*, al igual que las tres anteriores, está fundada en dos postulados: los enfoques en los elementos básicos y en la perspectiva administrativa.

Enfoque en los elementos básicos

Pensamos que uno puede aprender mejor una materia cualquiera si primero conoce a fondo sus bases. Por tanto, al principio de este libro, dedicamos varios capítulos a los conceptos fundamentales de las finanzas internacionales. Una vez aprendidos éstos, el material restante fluye tersamente de ellos. Cuando desarrollamos temas más avanzados, siempre hacemos que el lector vuelva a recordar la relación que existe entre ellos y los fundamentos. Pensamos que, de tal manera, los estudiantes tendrán un marco para el análisis que les será muy útil cuando tengan que aplicar el material en sus carreras en años venideros.

Organización de la cuarta edición

La cuarta edición de *Administración financiera internacional* está organizada de forma bastante diferente a la edición anterior. Este nuevo orden hace que la explicación de los temas fluya más sutilmente. También está actualizada, de manera que las estadísticas y las tablas de datos cuentan con la información más reciente hasta antes de que el libro entrara a la imprenta. Además, los capítulos incluyen muchos nuevos recuadros de “Las finanzas internacionales en la práctica”, los cuales contienen ilustraciones de los temas y conceptos del capítulo tomadas de la realidad. A continuación, en los márgenes, destacamos los cambios específicos que presenta la esta edición.

Εστα παρτε σιεντα λασ βασεσ μαχροεχον Γμιχασ δε τοδοσ λοσ τεμασ ποστεριορεσ.

Τενδενχιασ εχον Γμιχασ αχτυαλιζαδασ, χομο ελ συργιμιεντο δελ ευρο χομο μονεδα γλοβαλ, εντρε μυχηασ στρασ.

Χοβερτυρα αχτυαλιζαδα δε ηεχηοσ μονεταριοσ, ιηλυσο λα χρισισ δελ πεσο αργεντινο.

Εσταδίσχιασ αχτυαλιζαδασ δε λασ βαλανζασ δε παγοσ.

Ρεπασο δελ σιστεμα δε γοβιερνο δε λασ χομπαχίασ εν διστιντοσ παλσεσ ψ συσ ιμπλιχαχιονεσ παρα λοσ αδμισιστραδορεσ.

Εστα παρτε δεσχηριβε ελ μερχαδο δε διπιασ εζηρανφερασ ε ιντροδυχε λοσ δεριτωαδοσ μονεταριοσ θυε σε πυεδεν υπλιζαρ παρα αδμισιστραρ λα εζηποσχι Γν χαμβιαρια.

Δατοσ ψ εφεμπλοσ δελ μερχαδο τοταλμεντε αχτυαλιζαδοσ. Δοσ νυεποσ ρεχυαδροσ δε □λασ φινανζασ ιντερναχιοναλεσ εν λα πρ/χιτα□ θυε αηονδαν εν λοσ χαμβιοσ εν λασ πρ/χιτασ οπερατιωασ.

Χοβερτυρα ιντεγραλ δε λασ χονδιχιονεσ χλαπεσ δε λασ παριδαδεσ.

Δατοσ ψ εφεμπλοσ δελ μερχαδο εντεραμεντε αχτυαλιζαδοσ.

Εστα παρτε δεσχηριβε λοσ διστιντοσ τιποσ δε ριεσγο χαμβιαριο ψ εζηπλα λοσ μί τοδοσ εζηστεντεσ εν λα αδμισιστραχι Γν δε ριεσγοσ.

Χοβερτυρα σιστεμ(τιχα δε λα αδμισιστραχι Γν δε λα εζηποσχι Γν εν λασ τρανσαχιονεσ δε διπιασ.

Ανχλισιοσ χονχεπτιαλ ψ αδμισιστρατιωο δε λα εζηποσχι Γν εχον Γμιχα αλ ριεσγο χαμβιαριο.

ΠΡΙΜΕΡΑ παρτε

Φυνδαμεντοσ δε λα αδμισιστραχι Γν φινανχηρα ιντερναχιοναλ 2

- 1** Λα γλοβαλιζαχι Γν ψ λα εμπρεσα μυλτιναχιοναλ 4
- 2** Σιστεμα μονεταριο ιντερναχιοναλ 25
- 3** Λα βαλανζα δε παγοσ 59
- 4** Γοβιερνο χορπορατιωο εν ελ μυνδο 78

ΣΕΓΥΝΔΑ παρτε

Ελ μερχαδο δε διπιασ, λα δετερμιναχι Γν δε λοσ τιποσ δε χαμβιο ψ λοσ δεριτωαδοσ δε δινερο 104

- 5** Ελ μερχαδο δε διπιασ 106
- 6** Ρελαχιονεσ ιντερναχιοναλεσ δε λα παριδαδ δε λασ διπιασ ψ προμηχιονεσ δε λοσ τιποσ δε χαμβιο 132
- 7** Φυτωροσ ψ οπχιονεσ δε διπιασ 162

ΤΕΡΧΕΡΑ παρτε

Εζηποσχι Γν δε λασ διπιασ ψ συ αδμισιστραχι Γν 190

- 8** Αδμισιστραχι Γν δε λα εζηποσχι Γν δε λασ τρανσαχιονεσ 192
- 9** Αδμισιστραχι Γν δε λα εζηποσχι Γν εχον Γμιχα 222
- 10** Αδμισιστραχι Γν δε λα εζηποσχι Γν πορ χοντπερι Γν 244

La perspectiva administrativa

La presentación del texto nunca pierde de vista que está enseñando a los estudiantes a tomar decisiones administrativas. La cuarta edición de *Administración financiera internacional* está fundamentada en la idea de que la tarea esencial del administrador financiero es maximizar el patrimonio de los accionistas, dicha idea permea el proceso de la toma de decisiones que presentamos de principio a fin. Para reforzar la perspectiva administrativa, presentamos numerosos casos “reales” cuando es conveniente.

| | |
|--|---|
| ΧΥΑΡΤΑ παρτε Μερχαδος ε ινστιτυχιονες φινανχιερασ μυνδιαλεσ 264 | |
| 11 | Βανχα ιντερναχιοναλ ψ μερχαδο δε δινερο 266 |
| 12 | Μερχαδο ιντερναχιοναλ δε βονοσ 293 |
| 13 | Μερχαδος ιντερναχιοναλεσ δε αχιγιονες 313 |
| 14 | Τασασ δε ιντερσ ψ σωασ δε διπιασ 337 |
| 15 | Ινπερσι (ν εν ελ πορταφολιο ιντερναχιοναλ 356 |
| ΘΥΙΝΤΑ παρτε Αδμινιστραχι (ν φινανχιερα δε εμπρεσασ μυλτιναχιοναλεσ 392 | |
| 16 | Ινπερσι (ν εξτρανφερα διρεχτα ψ αδθυσιχιονες εν ελ εξτρανφερο 394 |
| 17 | Εστρυχτυρα δελ χαπιταλ ιντερναχιοναλ ψ χοστο δελ χαπιταλ 422 |
| 18 | Πρεσυπεσταχι (ν δελ χαπιταλ ιντερναχιοναλ 449 |
| 19 | Αδμινιστραχι (ν δελ εφεχτιπο μυλτιναχιοναλ 467 |
| 20 | Φινανζασ δελ χομερχιο ιντερναχιοναλ 487 |
| 21 | Αμβιεντε δε λοσ ιμπυεστοσ ιντερναχιοναλεσ 498 |

Εστα παρτε πρεσεντα υνα εξπλιχαχι (ν δε λοσ
ινστιτυχιονες φινανχιερασ, λοσ αχταποσ ψ λοσ
μερχαδος ιντερναχιοναλεσ.

Σε εξπλιχαν λοσ νυεπασ νορμασ δε
αδεχυαχι (ν δελ χαπιταλ δε Βασιλεα ΙΙ

Περφιλ αχτυαλιζαδο δε λοσ φαχτορεσ δε λα
χαλιφχαχι (ν χρεδιτχια δε λοσ βονοσ
ιντερναχιοναλεσ.

Νυεπα εξπλιχαχι (ν δε λα μεχ(νιχα
χομερχιαλ δε λοσ χερτιφχαδοσ δε δεπ (στο
εσταδουινιδενσεσ. Ρεσυμεν αχτυαλιζαδο δε
λασ πρχτιχασ χομερχιαλεσ ψ λοσ χοστοσ δε
λοσ πρινχιπαλεσ μερχαδος ναχιοναλεσ δε
χαπιταλ.

Χαη(υλο εντεραμεντε ρεεστρυχτυραδο ψ
εφεμπλο θυε εξπλιχα λοσ σωασ δε δινερο.

Εστα παρτε χυβρε τεμασ σοβρε λοσ πρχτιχασ
δε λα αδμινιστραχι (ν φινανχιερα εν λοσ
εμπρεσασ μυλτιναχιοναλεσ.

Τενδενχιασ αχτυαλιζαδασ δε λοσ οπεραχιονες
δε φυσιονες ψ αδθυσιχιονες εν οτροσ
πα(σεσ.

Μινηασο υλουστραδο, εντεραμεντε
αχτυαλιζαδο, θυε δεμυεστρα ελ μ(τοδο ΑΠς
δελ αν(λισι δελ γαστο δε χαπιταλ
ιντερναχιοναλ.

Ταβλα χομπαρατιπα αχτυαλιζαδα δελ
ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα εν παριασ
ναχιονες.

| | | |
|---------------|--|--|
| ΣΧΗΜΑ ΕΚΤΙΜΩΝ | <p>Tres tipos de exposición Cobertura en el mercado de forwards Cobertura en el mercado de dinero Cobertura en el mercado de opciones Cómo cubrir montos pagaderos en otras divisas Contratos de forwards Instrumentos del mercado de dinero Contratos de opciones de divisas Cobertura cruzada de la exposición de divisas menores Cómo cubrir la exposición contingente Cómo cubrir la exposición recurrente con contratos de swaps Cobertura mediante divisas de la factura</p> | <p>Cobertura con aceleración y demora de los pagos Compensación de exposiciones ¿La empresa se debe cubrir? ¿Qué tipos de productos utilizar las empresas para administrar el riesgo? Resumen Términos clave Cuestionario Problemas Ejercicios de internet MINICASO: la exposición de dólares de Airbus APLICACIÓN DE UN CASO: Chase Options, Inc. Bibliografía y lecturas recomendadas</p> |
|---------------|--|--|

Esquema del capítulo: Αλ πρινχιπιο δε χαδα χαπή τωλο απαρεχε υν εσθυεμα δελ χαπή τωλο ψ υν ενυνηαδιο δε συ προπ (σιτο, δεταλλανδο συσ οβρεπιτωσ.

ΕΙΜΠΛΟΤ7

Especular y cubrirse con futuros de divisas Suponga que un corredor toma una posición el 3 de marzo de 2005 en un contrato de futuros de dólares canadienses con fecha de junio de 2005 a \$0.8054/CD. El corredor sostiene la posición hasta el último día de operaciones, cuando el precio spot es \$0.7900/CD. Este será el precio final de liquidación debido a la **convergencia de precios**. La ganancia o la pérdida del corredor dependerá de su posición y si fuera un especulador sin una posición subyacente en dólares canadienses, entonces registraría una pérdida acumulada de \$1 540 [(\$0.7900 - \$0.8054) × 100 000] para el periodo del 3 de marzo al 15 de junio. Esta cantidad se restaría de su cuenta marginal como resultado del ajuste diario al mercado. Si opta por la entrega, pagará de su bolsillo 79 000 dólares por los 100 000 dólares canadienses (con un valor de mercado spot de 79 000 dólares). No obstante, su coste efectivo será de 80 540 dólares (\$79 000 + \$1 540), incluido el monto que se habrá restado al dinero marginal. Por otra parte, si nuestro corredor fuera una persona que se cubre mediante la adquisición de 100 000 dólares canadienses, en fecha 15 de junio, a \$0.8054/CD, entonces habrá asegurado un precio de compra de 80 540 dólares debido a su posición larga en el contrato de futuros de dólares canadienses, con fecha de junio.

Si el corredor hubiera tomado una posición corta y si fuera un especulador sin una posición subyacente en dólares canadienses, tendría una utilidad acumulada de \$1 540 [(\$0.8054 - \$0.7900) × 100 000] para el periodo del 3 de marzo al 15 de junio. Esta cantidad se sumaría a su cuenta marginal como resultado del ajuste diario al mercado. Si opta por la entrega, recibirá 79 000 dólares por los 100 000 dólares canadienses (que también cuestan 79 000 dólares en el mercado spot). Sin embargo, el monto de efectivo que recibirá será de 80 540 dólares (\$79 000 + \$1 540), incluida la cantidad que se suma a su cuenta marginal. Por otro lado, si fuera una persona que se cubre con el deseo de vender 100 000 dólares canadienses el 15 de junio, a \$0.8054/CD, nuestro corredor habrá asegurado un precio de venta de 80 540 dólares debido a una posición corta en el contrato de futuros de dólares canadienses de fecha de junio. La ilustración 7.4 muestra una gráfica de la posición larga y la corta de los futuros.

Ejemplos: Εστ(ν ιντεγραδος α λο λαργο δε τοδο ελ λιβρο ψ προπορχιοναν α λος εστυδιαντες υνα απλιχαρι (ν ινμεδιατα δε λος χονχεπιτωσ δελ τεξτο.

ILUSTRACIÓN 7.10

Valor de mercado, valor de tiempo y valor intrínseco de una opción de compra estadounidense

fecha posterior después del vencimiento de la opción o vencimiento más corto. Cabe suponer que, en igualdad de condiciones, la opción estadounidense de plazo más largo tendrá un precio de mercado cuando menos tan elevado como la opción a plazo más corto.

Se dice que una opción de compra (de venta) con $S_t > E$ ($E > S_t$) se negocia sobre la par (*in the money*). Si $S_t = E$ la opción se negocia a la par (*at the money*). Si $S_t < E$ ($E > S_t$) la opción de compra (de venta) se negocia bajo la par (*out of the money*). La diferencia entre la prima de la opción y su valor intrínseco es negativo y en ocasiones, se conoce como el **valor de tiempo** de la opción. Por ejemplo, el valor de tiempo de una opción de compra estadounidense es $C_t - \text{Máx}[S_t - E, 0]$. Existe un valor de tiempo de cero si los inversionistas están dispuestos a pagar por encima del valor de ejercicio inmediato, porque la opción se puede vender más adelante del dinero, por lo tanto, adquirir mayor valor a medida que transcurre el tiempo. La ilustración 7.10 contiene una gráfica del valor intrínseco y el valor del tiempo de una opción de venta estadounidense.

ΕΙΜΠΛΟΤ7

Valuación de la fijación de precios de una opción estadounidense Veamos si las ecuaciones 7.4 y 7.5 de hecho son válidas para la opción de compra estadounidense 130 Jun EUR y la opción de venta estadounidense 130 Jun EUR que vimos antes. En el caso de la opción de compra 130 Jun EUR,
 $4.59 \text{ Máx}[133.39 - 130, 0] \text{ Máx}[3.39, 0] = 3.39$.

Por lo tanto, la relación del límite inferior para la prima de la opción de compra estadounidense sí se cumple. (El precio spot de 133.39 centavos por EUR se obtiene del inicio de la sección de cotizaciones del EUR de la PHLX). En el caso de la opción de venta 130 Jun EUR,
 $0.94 \text{ Máx}[130 - 133.39, 0] \text{ Máx}[- 3.39, 0] = 0$.

Así, la relación del límite inferior para la prima de la opción de venta estadounidense también se cumple.

Gráficas y ejemplos numéricos: Χαδα χαπή τωλο σε αποψα εν γρ(φιασ θυε οφρεχεν υνα ιλυστραχι (ν πισυαλ δε λος χονχεπιτωσ ιμπορταντες, λας χυαλεσ παν σεργιδιασ δε εφεμπλωσ συμ(ριχοσ.

Cuestionario al final de los capítulos: Αλ τῖ ρμινο δε χαδα χαπῖ τυλο απαρεχε υν χυεστιοναριο ψ υνα σεριε δε προβλεμασ. Αοσ εστυδιαντεσ πυεδεν εμπλεαρ εστε ματεριαλ πορ χυεντα προπια παρα χονφιρμαρ σι λο ηαν απρενδιδο ο ελ προφεσορ λεσ πυεδε ασιγναρ λοσ ερερχιχοσ χομο ταρεα παρα θυε λοσ ρεσευελπαν εν χασα.

- CUESTIONARIO**
1. Suponga que su empresa opera en un mercado segmentado de capitales. ¿Qué medidas recomendaría para atenuar los efectos negativos?
 2. Explique por qué y cómo el costo de capital de una empresa puede disminuir cuando realiza la cotización cruzada de sus acciones en las bolsas mundiales.
 3. Explique el efecto de desbordamiento de precios.
 4. ¿En qué sentido las compañías con activos no negociables logran una *ventaja gratuita* de aquellas cuyos valores se negocian a nivel mundial?
 5. Defina y explique el *riesgo sistemático mundial indirecto*.
 6. Indique cómo el costo de capital se calcula en los mercados segmentados y en los integrados.
 7. Suponga que existe un activo no negociable que guarda una correlación positiva perfecta con un portafolio *T* de activos negociables. ¿En qué forma se le fijará el precio al primero?
 8. Exponga los factores que impulsaron a Novi Industri a cotizar sus acciones en Estados Unidos. ¿Qué lecciones podemos aprender de su experiencia?

Bibliografía y lecturas recomendadas: Αλ φιναλ δε χαδα χαπῖ τυλο απαρεχε υνα βιβλιογραφια θυε χοντιενε ρεφερενχιασ ψ οβρασ συγεριδασ, λα χυαλ περμιτε αλ εστυδιαντε υβιχαρ χον φαχλιδαδ λασ ρεφερενχιασ θυε λε προπορχιοναρ(ν ινφορμαχι(ν αδιχιοναλ σοβρε τεμασ εσπεχι(φιχοσ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Barone-Adesi, Giovanni y Robert Whaley, "Efficient analytic approximation of American option values", *Journal of Finance*, núm. 42, 1987, pp. 301-320.

Biger, Nahum y John Hull, "The valuation of currency options", *Financial Management*, núm. 12, 1983, pp. 24-28.

Black, Fischer, "The pricing of commodity contracts", *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976, pp. 167-179.

Black, Fisher y Myron Scholes, "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, núm. 81, 1973, pp. 637-654.

Bodurtha, James, Jr. y George Courtadon, "Efficiency tests of the foreign currency options market", *Journal of Finance*, núm. 41, 1986, pp. 151-162.

Cox, John C., Jonathan E. Ingersoll y Stephen A. Ross, "The relation between forward prices and futures prices", *Journal of Financial Economics*, núm. 9, 1981, pp. 321-346.

Cox, John C., Stephen A. Ross y Mark Rubinstein, "Option pricing: a simplified approach", *Journal of Financial Economics*, núm. 7, pp. 229-63.

Gartman Mark y Steven Kallhagen, "Foreign currency option values", *Journal of International Money and Finance*, núm. 2, 1983, pp. 231-238.

Grabbe, J. Orlin, "The pricing of call and put options on foreign exchange", *Journal of International Money and Finance*, núm. 2, 1983, pp. 239-254.

——— *International Financial Markets*, 3a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 1996.

Merton, Robert, "Theory of rational option pricing", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, núm. 4, 1973, pp. 141-183.

Rendleman, Richard J., Jr. y Brit J.U. Barter, "Two-state option pricing", *Journal of Finance*, núm. 34, 1979, pp. 1093-1110.

Sharpe, William F., *Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1978, cap. 14.

Shastri, Kaldeep y Kisore Tandon, "Arbitrage tests of the efficiency of the foreign currency options market", *Journal of International Money and Finance*, núm. 4, 1985, pp. 455-468.

——— "Valuation of foreign currency options: some empirical tests", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, núm. 21, 1986, pp. 145-160.

Minicasos: Χασι τοδοσ λοσ χαπῖ τυλοσ ινχλυσην υν μινιχασο παρα θυε λοσ εστυδιαντεσ αναλιχεν διπερσοσ χονχεπτοσ θυε χοντιενε ελ χαπῖ τυλο. Αοσ προβλεμασ δε λοσ μινιχασοσ ηαν σιδο τομαδοσ δε λα ρεαλιδαδ χον ελ προπ(σιτο δε μοστραρ α λοσ εστυδιαντεσ λα ρελαχι(ν θυε εξιστε εντρε λα τεορῖα ψ λοσ χονχεπτοσ δελ τεζτο ψ ελ μυννδο διαριο.

MINICASO 1 **Dorchester, Ltd.**

Εσ υνα προχοναλ εμπερσα δεδωχαδα α λα ρεσοπερῖα θυε σε εσπερχαλῖα εν χονχολαιοσ δε χαλδαδ. Εν σοσ πλανασ δεδ Ρεινο Υνιδο προδυχε ουλχοσ θυε μενδεν εν Ευροπα Ορχηδοναλ, Εσταδοσ Υνιδοσ η Χαναδῖ. Γραμμα α λοσ ινσταλταχοσ ηη λογραδο σμινισπαρ αλ μερχαδο εσταδοουνιδενε μ(σ δε 102 000 κγ (225 000 λῖβρασ δε δεδχασι α(ο). Ελ πλανο μ(σ λαρνο δεδ, οσοτε θυε σοσ χαναδῖδ παρμιτ(λῖβρα α σοσ οβρασε δε πωπεσ. Αποκολεσ εν Βοστονῖ: φε Στ. Αωσι η ελ πλανο μ(σ λαρνο δεδ, σορ φε Αζανα. Αλ χομπα(α σοτ(χονχεπταδε δε θυε υνα πλανα ινδεπενδιεντε σπακα εν α(, πα(σ λε παρμιτρ(ατενδερ α(μερχαδο εσταδοουνιδενε η Χαναδῖ (δονδε ηηρ επεδε χαρχα δε 65 μλ λῖβρασ ο 29 500 κγ α(α(ο). Εσταιμ θυε λα δεμιαν-δα ινχαδ δε εσοσ δοσ μερχαδοσ σορ(176 900 κγ (390 μλ λῖβρασ) χον υνα πωσ αναλ δε χρεχμιανο δε 5%. Εναθεχο υνα πλανα ινδεπενδιεντε λῖβραρ(αλ οθουεαρχαυ(μιντεσασαπ(α α Εσταδοσ Υνιδοσ η Χαναδῖ. Περο λα χομπα(α πωνα θυε σοσ σοσ(λο υν προβλεμα α χορπο πλαζα. Αλ χαρβο δε χονχο αροσ α(δεσαρρολλο εχον(ημχο θυε τυνε ληραρ εν Ευροπα Οριενταλ. Λε παρμιτρ(σποδερ αλ(λα θυε ηηρ αβραχα α εκαε δοσ νεχονοσ.

Εν ελ μιντο δεδχαρ ηαντασ 3.00 παρ(ημ(453.59 ηορμιοσ εν σοσ εχονομιασ σοσ ρεπ(ην. Υνα σοσ θυε λα πλανα εμπερσα α φονχοναρ προπ(θυε ποδρ(ηηρ(ε α σο προδυχο υνπερχονοχαδ(ε 37.70 παρ(ημ(δεδχαρ ηαντασ εν υνα πλανα δεδχαρ ηαντασ δε 34.40 παρ(ημ(Ταυτο α(προχο δε πωνα χομο λοσ χροσσο δε σπαρχα(ην σοσ μαντενδρ(ν α(υνιδο δε Εσταδοσ Υνιδοσ(χονφορμ(α λοσ προπ(σχοσ λα ινχα(ι(ν εν σοσ πα(σ σε μαντενδρ(ν εν 3% οβρανε λοσ ηρ(εμιοσ α(οσ. Εν α(Ρεινο Υνιδο σε προνοσχα θυε φηλακαρ(εντρε 4 η 5%, σογ(ινδεπασχοχον(ημχοθουεαδ(οσπε. Εαγχαυ(τυποδε χομ(ημοσσοσ ε 1.50 ≤ 1.00. Αλ χομπα(α σοτ(χονχεπ(αδε δεδ ουα παρ(αδεδ(α ποδερ δε χομ(ημοσσοσ α(μεδιο μ(σ σποδερ υνιδο παρα προνοσχαρ α(τυπο δε χομ(ημο φητορ.

Σε γαλῖα θυε λα πλανα μανταρχαρχα χοσπερ(σοτε μ(λλονε δε δ(λαρα. Αλ χομπα(α πλανα φηναρχαρ α(χοσπο μεδιαντε υνα χομ(ηναχι(ν δε χαπῖα(ηηρ η δε δευδα. Αλ πλανα αυμειταρ(σο χοσπερ(αδε δε ενδευδαμεινο εν δοσ μ(λλονε δε λῖβρασ εσπαρμιασ δε μοδο θυε σε λημιαρ(α υνα δευδα δε σοσ μαρχιτυδο. Αλ χομ(ηνιδαδ(λογα(δονδε δεχῖα(ι(χοσπερ(αρ απορταρ(1 500 000 δ(λαρα δε φηναρχαμεινο οβρανε υν παρκο δε σοτε α(οσ α(7.75%. Ελ ηηρ(α(οσ α(οβραρ(εν π(α(οσ ηηρ(α(δεδχαρ εν εμπεδολεη(ι(σ(αμιο Αηροαρολογηστρομ(ηλ(δ(, σογ(οβρανε σο οβραρ(α(ρεπο δε λα δευδα εμπερσο(βονοσ λορ(αεσ ο βονοσ εν αροδ(λῖβρασ. Χρε θυε τυπεδε χοσπερ(αρ λῖβρασ εσπαρμιασ α 10.75% αναλ η δ(λαρασ α(9.5%. Σογ(ην σοσ χ(ορ(α(οσ α(χοσπο γ(εβα(δε χαπῖα(σορ(15%.

Materiales complementarios

Además, la cuarta edición de *Administración financiera internacional* se apoya en varios materiales, los cuales están a disposición de los profesores que lo adopten. Para mayor información comuníquese con su representante local.

Agradecimientos

Queremos agradecer a los muchos colegas que nos brindaron ideas y apoyo cuando preparábamos este libro. Su cuidadoso trabajo nos permitió crear un texto que ofrece una visión actual, exacta y moderna. Algunas de las personas que nos ayudaron en esta labor fueron:

Torben G. Andersen
Northwestern University

Christopher W. Anderson
University of Kansas

Victor Abraham
American InterContinental University

Gurdip Bakshi
University of Maryland

Lloyd P. Blenman
University of North Carolina, Charlotte

Soku Byoun
Baylor University

Chun Chang
University of Minnesota

Arjun Chatrath
University of Portland

Cetin Ciner
Northeastern University

Edward Duett
Mississippi State, Austin

Ali Emami
University of Oregon

Hsing Fang
California State University, Los Angeles

Susan Flaherty
Loyola College en Maryland

Joseph Greco
California State University, Fullerton

Pankaj K. Jain
Univertisy of Memphis

Christine Jiang
San Francisco State University

Yong Cheol Kim
Clemson University

Suk Hun Lee
Loyola University, Chicago

Danielle Lewis
Southeastern Louisiana University

Karl Lins
University of Utah

Peter MacKay
Southern Methodist University

Atul Saxena
Mercer College

Meir I. Schneller
Virginia Tech

Tulin Sener
SUNY, New Paltz

Chris Stivers
University of Georgia

Kishore Tandon
Baruch College

Nilufer Usmen
Monclair State University

David Vanderlinden
University of Southern Maine

K.G. Viswanathan
Hofstra University

Wim Westerman
University of Groningen, Holanda

Muchas personas contribuyeron a que se produjera este libro de texto. Sin la intención de olvidar a ninguna de ellas, queremos dar las gracias a Arie Adler, vicepresidente de UBS Warburg, por su retroalimentación mientras escribíamos el capítulo 5 sobre las prácticas del intercambio de divisas. Tuugi Chuluun hizo un destacado trabajo con la lectura de pruebas del manuscrito. Asimismo, Mark Perry hizo un excelente trabajo con la lectura de pruebas del manual para el instructor, Kristen Seaber, Milind Shrikhande, Jin-Gil Jeong, Sanjiv Sabherwal, Sandy Lai, Jinsoo Lee y Victor Huan hicieron útiles aportaciones al libro. El profesor Martin Glaum de la Universidad de Giessen (Alemania) también aportó valiosos comentarios.

Asimismo, queremos dar las gracias a los muchos profesionales de McGraw-Hill/Irwin por el tiempo y la paciencia que nos dedicaron. Michele Janicek, editora patrocinadora, y Barb Hari, coordinadora editorial, han hecho un trabajo maravilloso guiándonos a lo largo de esta edición, al igual que Laura Griffin como gerente del proyecto.

Por último, pero no por ello menos importante, queremos dar las gracias a nuestras familias, a Christine, James y Elizabeth Eun y a Donna Resnick, for su inagotable amor y apoyo, sin el cual el libro no se habría hecho realidad.

Esperamos que usted disfrute la cuarta edición de *Administración Financiera Internacional*. Además, agradeceremos sus comentarios para mejorarlo. Por favor, envíelos por medio de McGraw-Hill/Irwin, c/o Editorial, o a nuestras direcciones electrónicas que ofrecemos a continuación

Cheol S. Eun

Cheol.eun@mgt.gatech.edu

Bruce G. Resnick

Bruce.resnick@mba.wfu.edu



Sumario

PRIMERA PARTE

Fundamentos de la administración financiera internacional

1. Λα γλοβαλιζαχι Γν ψ λα εμπρεσα μλτιναχιοναλ, 4
2. Σιστεμα μονεταριο ιντερναχιοναλ, 25
3. Λα βολανζα δε παγοσ, 59
4. Γοβιερνο χορπορατιπο εν ελ μυνδο, 78

SEGUNDA PARTE

El mercado de divisas, la determinación de los tipos de cambio y los derivados monetarios

5. Ελ μερχαδο δε διπισασ, 106
6. Ρελαχιονεσ δε λα παριδαδ δε λασ διπισασ ιντερναχιοναλεσ ψ προμερχιονεσ δε λοσ τιποσ δε χαμβιο, 132
7. Φυτωροσ ψ ορχιονεσ δε διπισασ, 162

TERCERA PARTE

Exposición de las divisas y su administración

8. Αδμινιστραχι Γν δε λα εξποσιχι Γν δε λασ τρανσαχιονεσ, 192
9. Αδμινιστραχι Γν δε λα εξποσιχι Γν εχοη Γμιχα, 222
10. Αδμινιστραχι Γν δε λα εξποσιχι Γν πορ χοηπερσι Γν, 244

CUARTA PARTE

Mercados e instituciones financieras mundiales

11. Λα βανχα ιντερναχιοναλ ψ ελ μερχαδο δε δινερο, 266
12. Μερχαδο ιντερναχιοναλ δε βοηοσ, 293
13. Μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ δε αχιονεσ, 313
14. Τασα δε ιντερΓσ ψ σωαποσ δε διπισασ, 337
15. Ιηπερσι Γν εν ελ πορταφολιο ιντερναχιοναλ, 356

QUINTA PARTE

Administración financiera de las empresas multinacionales

16. Ιηπερσι Γν εξτραηφερα διρεχτα ψ αδθυσιχιονεσ εν ελ εξτραηφερο, 394
 17. Εστροχητρα δελ χαπιταλ ιντερναχιοναλ ψ χοστο δελ χαπιταλ, 422
 18. Πρεσυηεσταχι Γν δελ χαπιταλ ιντερναχιοναλ, 449
 19. Αδμινιστραχι Γν δελ εφεχτιπο μλτιναχιοναλ, 467
 20. Φιναλζασ δελ χομερχιο ιντερναχιοναλ, 487
 21. Αμβιεντε δε λοσ ιμυεστοσ ιντερναχιοναλεσ, 498
- Γλοσαριο, 513
ϰνδιχε, 520



Contenido

PRIMERA PARTE Fundamentos de la administración financiera internacional

CAPÍTULO 1 La globalización y la empresa multinacional, 4

«ΘυΓ» τιενεν δε εσπεχιαλ λασ φινανζασ
ιντερναχιοναλεσ?, 5
Ριεσγοσ πολ΄αχοσ ψ χαμβιαριοσ, 5
Ιμπερφεχχιονεσ δε λοσ μερχαδοσ, 6
Εξπανσι Γν δελ χορνυτο δε οπορτυνιδαδεσ, 7
 Οβρεπιποσ δε λα αδμινιστραχι Γν φινανχιερα
 ιντερναχιοναλ, 8
 Γλοβαλιζαχι Γν δε λα εχονομ΄α μυνδιαλ: γρανδεσ
 τενδενχιασ, 10
Συργιμιεντο δε λοσ μερχαδοσ φινανχιεροσ
γλοβαλιζαδοσ, 10
Συργιμιεντο δελ ευρο χομο μονεδα
γλοβαλ, 11

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΧΑ
 Πορ θυΓ χρεεμοσ εν ελ ευρο, 12
Λιβεραλιζαχι Γν δελ χομερχιο ε ιντεγραχι Γν
εχον Γμιχα, 13
Πριστατιζαχι Γν, 15
 Λασ χομπαΓ΄ασ μωλτιναχιοναλεσ, 16
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΧΑ
 Λασ μωλτιναχιοναλεσ σον μ(σ εφιχιεντεσ, 17
 Ρεσυμεν, 19
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Νικε ψ λα εξπλοταχι Γν δε λοσ
 τραβαφαδορεσ, 21
ΑΠΕΝΔΙΧΕ 1Α: Βενεφιχιο δελ χομερχιο: λα τορ΄ια
 δε λα πενταρα χομπαρατιπια, 22

CAPÍTULO 2 Sistema monetario internacional, 25

Επολυχι Γν δελ σιστεμα μονεταριο
 ιντερναχιοναλ, 26
 Βιμεταλισμο: αντεσ δε 1875, 26
 Ελ πατρ Γν ορο χλ(σχο: 1875–1914, 27
 Περιοδο εντρεγυερρασ: 1915–1944, 28
 Σιστεμα δε Βρεττον Ωοοδοσ: 1945–1972, 29
 ΡΓγιμεν χαμβιαριο δε τιποσ φλεξ΄ιβλεσ δεσδε
 1973 α λα αχτυαλιδαδ, 32
 Αχυερδοσ δε τιποσ δε χαμβιο αχτυαλεσ, 34
 Ελ σιστεμα μονεταριο ευροπεο, 35
 Ελ ευρο ψ λα Υνι Γν Μονεταρια Ευροπεα, 38
Βρεπε ηιστορια δελ ευρο, 39
«Χυλεσ σον λοσ βενεφιχιοσ δε λα Υνι Γν
Μονεταρια?, 41
Χοσποσ δε λα Υνι Γν Μονεταρια, 42
Προσπεχτοσ δελ ευρο: αλγυνασ πρεγυντασ
χρ΄ιτιχασ, 43

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΧΑ
 Μυνδελλ γανα ελ πρεμιο Ν Γβελ δε
 Εχονομ΄α, 44
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΧΑ
 Ελ νυεπο ορδεν μυνδιαλ δε λασ φινανζασ, 46
 Λα χρισισ δελ πεσο μεξιχανο, 47
 Λα χρισισ δε λασ μονεδασ ασι(τιχασ, 48
Ορ΄ιγενεσ δε λα χρισισ δε λασ μονεδασ
ασι(τιχασ, 49
Λεχχιονεσ δε λα χρισισ δε λασ μονεδασ
ασι(τιχασ, 51
 Λα χρισισ δελ πεσο αργεντινο, 52
 Ρεγ΄ιμενεσ χαμβιαριοσ χον τιποσ φλεξ΄ιβλεσ
 ο φιοσ, 53
 Ρεσυμεν, 55
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: «Ελ Ρεινο Υνιδο ινγρεσαρ(αλ χλυβ
 δελ ευρο?, 57

CAPÍTULO 3 La balanza de pagos, 59

Χονταβιλιδαδ δε λα βαλανζα δε παγοσ, 60
 Χυεντασ δε λα βαλανζα δε παγοσ, 61
Λα χυεντα χορριεντε, 61

Λα χυεντα δε χαπιταλ, 64
Ερρορεσ ψ ομισιονεσ, 65
Χυεντα αφιαλ δε ρεσερπιασ, 66

Γνωστικά δε λα βολανζα δε παγος, 68
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Υνα πολωβρα αχεχρηα αλ δ λαρ, 68
 Τενδενχιασ δε λασ βολανζασ δε παγος δε λος
 παλσσε μ(σ δεσαρρολλανδοσ, 70
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Ελ δ λαρ ψ ελ δ φχιτ, 72

Ρεσυμεν, 73
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ελ προβλεμα δε λα βολανζα δε παγος
 δε Μ λξιχο, 76
ΑΠΕΝΔΙΧΕ 3Α: Ρελαχι λν εντρε λα χονταβιλιδαδ
 δε λα βολανζα δε παγος ψ λα δελ ινγρεσο
 ναχιοναλ, 77

CAPÍTULO 4

Gobierno corporativo en el mundo, 78

Γοβιερνο δε λα χορποραχι λν π βλιχα: πωντοσ
 β(σιχοσ, 79
 Ελ προβλεμα δε αγενχια, 80
 Ρεμεδιοσ παρα ελ προβλεμα δε αγενχια, 82
Χονσερο δε αδμινιστραχι λν, 83
Χοντρατοσ χον ινχεντιποσ, 83
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Χυανδο λος χονσεφοσ δε αδμινιστραχι λν σε
 θυεδαν εν φαμιλια, 84
Προπιεδαδ χονχεντραδα, 85
Τρανσπαρενχια δε λα χονταβιλιδαδ, 86
Ενδευδαμειντο, 86
Χοτιζαχι λν εν βολασσ εξτρανφερασ, 87
Μερχαδο δελ χοντρολ χορπορατιπο, 87

Λασ λαμεσ ψ ελ γοβιερνο χορπορατιπο, 88
 Χονσεχενχιασ δε λασ λαμεσ, 90
Παρ λν δε λα προπιεδαδ ψ ελ χοντρολ, 91
Βενεφιχιουσ περσοναλεσ δελ χοντρολ, 95
Μερχαδοσ δε χαπαταλ ψ παλλαχι λν, 95
 Ρεφορμα δελ γοβιερνο χορπορατιπο, 96
Οβρεπιποσ δε λα ρεφορμα, 96
Διν(μιχα πολ)ταχα, 97
Λα Λαμ Σαρβανεσ-Οξλεμ, 97
*Ελ Χ λδγο Χαδβυρη δε λασ μεφορεσ
 πρχιτασ, 98*
 Ρεσυμεν, 99
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Παρμαλατ, λα Ενρον δε Ευροπα, 101

SEGUNDA PARTE

El mercado de divisas, la determinación de los tipos de cambio y los derivados monetarios

CAPÍTULO 5

El mercado de divisas, 106

Φυνχιοναμειντο ψ εστρυχτυρα δελ μερχαδο δε
 διτισασ, 107
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Ελ ρατ λν χονθυιστα ελ πισο, 108
Παρτιχπαντεσ εν ελ μερχαδο δε διτισασ, 109
Ρελαχιονεσ εντρε βανχοσ χορρεσπονσαλεσ, 111
 Ελ μερχαδο σποτ, 111
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Αη λ δονδε ελ δινερο ηαβλα μυψ φυερτε, 112
Χοτιζαχιονεσ δε τιποσ σποτ, 114
*Διφερενχιαλ εντρε ελ πρεχιο δε χομπρα ψ ελ
 δε πεντα, 116*
Οπεραχιονεσ δε διτισασ σποτ, 117
Χοτιζαχιονεσ δε χαμβιοσ χρυζαδοσ, 118
*Εξπρεσιονεσ αλφαματιποσ δε λος χαμβιοσ
 χρυζαδοσ, 119*

Λα μεσα δε οπεραχιονεσ δε χαμβιοσ
 χρυζαδοσ, 119
Αρβιταρε τριανηγλαδο, 121
*Μιχροεστρυχτυρα δελ μερχαδο δε διτισασ
 σποτ, 121*
 Ελ μερχαδο δε φοροαρδοσ, 123
Χοτιζαχιονεσ δε φοροαρδοσ, 123
Ποσχι λν λαρηα ψ χορτα δε λος φοροαρδοσ, 124
Φοροαρδοσ δε χαμβιοσ χρυζαδοσ, 125
Οπεραχιονεσ δε σωαποσ, 125
Πριμα εν λος φοροαρδοσ, 126
 Ρεσυμεν, 127
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Σηρεωσβυρη Ηερβαλ Προδυχτοσ,
 Λτδ., 130

CAPÍTULO 6

Relaciones de la paridad de las divisas internacionales y proyecciones de los tipos de cambio, 132

Παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ λσ, 132
*Αρβιταρε χον χοβερτυρα δε τασασ δε
 ιντερεσεσ, 135*
*Παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ λσ ψ
 δετερμιναχι λν δελ τιπο δε χαμβιο, 138*
*Ραζονεσ θυε εξπλιχαν λασ δεσπιαχιονεσ δε λα
 παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ λσ, 138*
 Παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα, 141

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΪΧΤΙΚΑ
 Λασ μονεδασ Βιγ Μαχ, 142
*Δεσπιαχιονεσ δε λα ΠΠΧ ψ ελ τιπο δε χαμβιο
 ρεαλ, 143*
*Επιδενχια σοβρε λα παριδαδ δελ ποδερ δε
 χομπρα, 144*
 Εφεχτο δε Φιστηρ, 147
 Χ λμο προνοστιχαρ δε λος τιποσ δε χαμβιο, 149

*Πλαντααμειντο δε λα εφχιενχια δε λος
μερχαδος, 149*
Ενφοθυε φυνδαμενταλ, 150
Ενφοθυε π'χινχο, 151
Δεσεμπε)ο δε λος προνοστιχαδορεσ, 152

Ρεσυμην, 55
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα λιρα τυρχα ψ λα παριδαδ δελ ποδερ
δε χομπρα, 159
ΑΠΕ-ΝΑΙΧΕ 6Α: Λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα
ψ λα δετερμιναχι (ν δελ τιπο δε χαμβιο, 161

CAPÍTULO 7
Futuros y opciones de
divisas, 162

Χοντρατοσδε φυτυροσ:ινοφομαχι (νπρελμιναρ,163
Μερχαδος δε φυτυροσ δε διτισασ, 165
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Λα ΧΜΕ σε γρανφρα ελ αποψιο δε ΦΟΡΕΞ,
χον λα μυρα πωεστα εν λος νεγοχιος σοβρε ελ
μοστραδορ, 166
Ρελαχιονεσ β(σιχασ δε λος φυτυροσ δε διτισασ, 167
Χοντρατοσ δε φυτυροσ δε λασ τασασ δε ιντερ(σ δελ
ευροδ (λαρ, 171
Χοντρατοσ δε οπχιονεσ: ινοφομαχι (ν πρελμιναρ,
172
Μερχαδος δε οπχιονεσ δε διτισασ, 173
Οπχιονεσ δε φυτυροσ δε διτισασ, 174

Ρελαχιονεσ β(σιχασ δε λασ οπχιονεσ ψ λα φιφαχι (ν
δε πρεχιος αλ πενχιμμεντο, 174
Ρελαχιονεσ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ εσταδουινδεσσεσ, 177
Ρελαχιονεσ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ ευροπεασ, 179
Μοδελο βιονομιαλ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ, 181
Φ (ριμυλα παρα δετερμιναρ πρεχιιο δε υνα οπχι (ν
ευροπεα, 182
Πρυεβασ εμπ(ριχασ δε οπχιονεσ δε διτισασ, 184
Ρεσυμην, 184
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα εσπεχυλαχι (ν χον οπχιονεσ, 187

TERCERA PARTE

Exposición de divisas y su administración

CAPÍTULO 8
Administración de
la exposición de las
transacciones, 192

Τρεσ τιποσ δε εξποσιχι (ν, 192
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε φορκαρδσ, 194
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε δινερο, 196
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε οπχιονεσ, 198
Χ (μο χυβριρ μοντοσ παγαδεροσ εν οτρασ
διτισασ, 200
Χοντρατοσ δε φορκαρδσ, 200
Ινστρυμμεντοσ δελ μερχαδο δε δινερο, 201
Χοντρατοσ δε οπχιονεσ δε διτισασ, 201
Χοβερτυρα χρυζαδα δε λα εξποσιχι (ν δε διτισασ
μενορεσ, 201
Χ (μο χυβριρ λα εξποσιχι (ν χοντινγεντε, 203
Χ (μο χυβριρ λα εξποσιχι (ν ρεχυρρεντε χον
χοντρατοσ δε σωαπισ, 203
Χοβερτυρα μεδιαντε διτισασ δε λα φαχτυρα, 204

Χοβερτυρα χον αχελεραχι (ν ψ δεμορα δε λος
παγοσ, 205
Χομπενσαχι (ν δε εξποσιχιονεσ, 205
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Συρχαρ λασ φυλχυαντεσ ολασ δε λασ μονεδασ, 206
«Λα εμπρεσα σε δεβε χυβριρ?», 207
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Χυβριρεσ ο νο χυβριρεσ, 208
«Θυ(τιπο δε προδυχοσ υλιζαν λασ εμπρεσασ
παρα αδμινιστραρ ελ ριεσγο?», 210
Ρεσυμην, 211
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα εξποσιχι (ν δε δ(λαρεσ
δε Αιρβυσ, 214
ΑΠΙΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Χηασε Οπιονσ, Ινχ.:
Χ (μο χυβριρ λα εξποσιχι (ν δε λος χαμβιοσ πορ
μεδιο δε οπχιονεσ δε διτισασ, 215

CAPÍTULO 9
Administración
de la exposición
económica, 222

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Εμπρεσασ εσταδουινδεσσεσ σιεντεν ελ δολορ δελ
δεσπλομε δελ πεσο, 224
Χ (μο μεδιρ λα εξποσιχι (ν εχον (μιχα, 225
Δεφινιχι (ν δε λα εξποσιχι (ν οπερατιπα, 228
Γυσπραχι (ν δε λα εξποσιχι (ν οπερατιπα, 229
Δετερμιναντεσ δε λα εξποσιχι (ν οπερατιπα, 232
Χ (μο αδμινιστραρ λα εξποσιχι (ν οπερατιπα, 234
*Ελεχι (ν δε πλαζασ θυε οφρεζζαν χοστοσ
βαιροσ δε προδυχι (ν, 234*

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Ελ ψεν φυερτε ψ λα δεχισι (ν δε Τοψοτα, 235
*Απ(χαχι (ν δε υνα πολ(χα φλεζιβλε παρα λασ
φυεντεσ δε αβαστεχυμμεντο, 235*
Διπερσφιχαχι (ν δελ μερχαδο, 235
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Πορσχη αλιμμεντα ασσ γανανχιασ χον φυλαδασ
χαμβιαριασ, 236
Διφερηνιαχι (ν δε προδυχοσ ψ αχτιπιδαδεσ
δε ΙψΔ, 236

Χοβερτυρα φινανχιερα, 237

ΑΠΙΛΙΧΑΧΙΘΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Λα αδμινιστραχι ἴν δελ ριεσγο χαμβιαριο εν Μερχκ, 237

Ρεσυμεν, 240

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα εξποσχι ἴν εχον ἴμιχα δε Αλβιον Χομπυτερσ ΠΛΧ, 242

CAPÍTULO 10 Administración de la exposición por conversión, 244

Μἴτοδοσ δε χονπερσι ἴν, 245

Μἴτοδο χιρχυλαντε'νο χιρχυλαντε, 245

Μἴτοδο μονεταριο'νο μονεταριο, 245

Μἴτοδο τεμποραλ, 245

Μἴτοδο δελ τιπο δε χαμβιο χορριεντε, 246

Βολετἴν ΦΑΣΒ 8 δελ Φινανχιαλ Αχχουντινι
Στανδαρδσ Βοαρδ, 248

Βολετἴν ΦΑΣΒ 52 δελ Φινανχιαλ Αχχουντινι
Στανδαρδσ Βοαρδ, 248

Λα μεχ(νιχα δελ προχεσο δε χονπερσι ἴν δελ
ΦΑΣΒ 52, 249

Εχονομἴασ μυψι νηλαχιοναριασ, 250

ΑΠΙΛΙΧΑΧΙΘΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Λα χονσολιδαχι ἴν δε
χυνετασ χον ελ βολετἴν ΦΑΣΒ 52: Χεντραλια
Χορπορατιον, 252

Μανερο δε λα εξποσχι ἴν πορ χονπερσι ἴν, 256

*Λα εξποσχι ἴν πορ χονπερσι ἴν φρεντε α λα
εξποσχι ἴν δε λα τρανσαρχι ἴν, 256*

*Χοβερτυρα δε λα εξποσχι ἴν πορ
χονπερσι ἴν, 257*

Χοβερτυρα χον ελ βαλανχε γενεραλ, 257

Χοβερτυρα χον δεριπαδοσ, 258

*Εξποσχι ἴν πορ χονπερσι ἴν φρεντε α λα
εξποσχι ἴν δε λα οπεραχι ἴν, 258*

Ανἴλισσ εμἴριχο δελ χαμβιο δελ ΦΑΣΒ 8 α
ΦΑΣΒ 52, 259

Ρεσυμεν, 259

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Συνδανχε Σπορτινι Γοοδσ, ἴνχ., 261

CUARTA PARTE

Mercados e instituciones y financieras mundiales

CAPÍTULO 11 Banca internacional y mercado de dinero, 266

Σερπιχιος βανχαριοσ ιντερναχιοναλεσ, 266

Λοσ βανχοσ μ(σ γρανδεσ δελ μυνδο, 267

Ραζονεσ δε λα εξιστενχια δε λα βανχα
ιντερναχιοναλ, 267

Τιποσ δε οφχινασ δε λα βανχα ιντερναχιοναλ, 269

Βανχο χορρεσπονοσαλ, 269

Οφχινασ ρεπρεσεντατιβιασ, 269

Συχυροσλεσ εν ελ εξτρανφερο, 269

Βανχοσ συβσιδιαριοσ ψ φιλιαλεσ, 270

Βανχοσ δε λα λεψ Εδγε, 270

Χεντροσ βανχαριοσ εν ελ εξτρανφερο, 271

Σερπιχιος δε λα βανχα ιντερναχιοναλ, 271

Νορμασ δε αδεχναχι ἴν δε χαπιταλ, 272

Μερχαδο ιντερναχιοναλ δε δινερο, 274

Μερχαδο δε ευρομονεδασ, 274

Ευροχρἴδιτοσ, 276

Χοντρατοσ χον τασα δε ιντερἴσ α πλαζοσ, 277

Ευροπαγαρἴσ, 279

Παπελ ευροχομερχιαλ, 279

Χρισισ ιντερναχιοναλ πορ λα δευδα, 279

Αντεχεδεντεσ, 279

Σωαπο δε δευδα πορ χαπιταλ, 281

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΕΣΧΙΤΑ

Λοσ θυε πρεσταρον α λοσ παἴσσεσ μενοσ
δεσαρρολλιαδοσ δεβιερον ηβαερ εσχυχηαδο α
Δαπιδ Υμε, 282

Λα σολυχι ἴν: λοσ βονοσ Βραδϋ, 283

Χρισισ δε λοσ βανχοσ φαπονεσεσ, 284

Λα χρισισ ασι(τιχα, 285

Ρεσυμεν, 285

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Εξπανσι ἴν δε Δετροιτ Μοτορσ εν
Αμἴριχα Λατινα, 289

ΑΠΕ'ΝΑΙΧΕ 11Α: Χρεαχι ἴν δε λα ευρομονεδα, 290

CAPÍTULO 12 Mercado internacional de bonos, 293

Μερχαδοσ δε βονοσ μυνδιαλεσ: υν ενφοθυε
εσταἴστιχο, 293

Βονοσ εξτρανφεροσ ψ ευροβονοσ, 294

*Βονοσ αλ πορταδορ ψ βονοσ ρεγιστραδοσ,
295*

Νορμασ δε σεγυριδαδ ναχιοναλεσ, 295

Ρετενχι ἴν δε ιμπνεστοσ, 295

Οτροσ χαμβιοσ ρεγυλατοριοσ ρεχιεντεσ, 296

Βονοσ γλοβαλεσ, 296

Τιποσ δε ινστρυμεντοσ, 296

Εμισιονεσ ορδιναριασ δε τασα φιρα, 297

Ευροπαγαρἴσ δε μεδιανο πλαζο, 297

Παγαρἴσ δε τασα φλοταντε, 297

Βονοσ ρελαχιοναδοσ χον χαπιταλ, 298

Βονοσ χυπ ἴν χερο, 298

Βονοσ δε μονεδα δοβλε, 298

Διστριβυχι ἴν μονεταρια, ναχιοναλιδαδ ψ τιπο δε
εμισορ, 299

Χαλφιαχιονεσ δε χρἴδιτο εν ελ μερχαδο
ιντερναχιοναλ δε βονοσ, 300

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ηεινεκεν ρεφερεσα ελ ευρομερχαδο χον
ινχρείβλεσ βονοσ νο χαλιφχαδος, 301

Εστρυχτυρα ψ πρ(χ)τιχασ δελ μερχαδο δε
ευροβονοσ, 303

Μερχαδο πριμαριο, 303

Μερχαδο σεχυνδαριο, 306

Προχεδιμεντοσ δε χομπενσαχι /ν, 306

ϋνδιχασ δελ μερχαδο ιντερναχιοναλ δε
βονοσ, 308

Ρεσυμεν, 310

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ευροβονοσ δε Σαρα Λεε
Χορπορατιον, 312

CAPÍTULO 13**Mercados
internacionales de
acciones 313**

Υν ενφοθυε εσταδ(σ)τιχο, 313

*Χαπιταλιζαχι /ν δελ μερχαδο εν λοσ πα(σ)σεσ
δεσαρρολλαδοσ, 314*

*Χαπιταλιζαχι /ν δελ μερχαδο εν πα(σ)σεσ εν
δεσαρρολλα, 315*

Μεδιδασ δε λιθυιδεζ, 316

Μεδιδασ δε χονχεντραχι /ν δελ μερχαδο, 318

Εστρυχτυρα, τρανσααχιονεσ ψ χοστοσ δε
μερχαδο, 319

Πυντοσ δε ρεφερενχια εν ελ μερχαδο δε ααχιονεσ
ιντερναχιοναλεσ (βενχημαρκσ), 320

ιΣηαρεσ δε ΜΣΧΙ, 323

Τρανσααχιονεσ χον ααχιονεσ ιντερναχιοναλεσ, 324

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Δεσπεγυε δε λα ινπερσι /ν εξτρανφερα εν
Συδ(φ)ριχα, 325

Χοπιζαχι /ν χρυζαδα δε ααχιονεσ, 325

Οφερτασ δε λασ ααχιονεσ ψανκεε, 327

Ελ μερχαδο ααχιοναριο ευροπεο, 327

Χερτιφχαδο εσταδουινδεσε δε δεπ(σ)τιτο, 328

Ααχιονεσ γλοβαλεσ ρεγιστραδαα, 332

Φαχτορεσ θυε ινχιδεν εν ελ ρενδιμεντο δε λασ
ααχιονεσ ιντερναχιοναλεσ, 332

Φαχτορεσ μαχροεχον /μιχοσ, 333

Τιποσ δε χαμβιο, 333

Εστρυχτυρα ινδυστριαλ, 333

Ρεσυμεν, 334

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα νυεπα Βολσα δε ζαλορεσ δε Σαν
Πιχο, 335

CAPÍTULO 14**Tasa de interés
y swaps de divisas, 337**

Τιποσ δε σωαπσ, 337

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ πριμερ σωαπ δε διπισασ δελ Βανχο Μυνδιαλ,
338

Μαγνιτυδ δελ μερχαδο δε σωαπσ, 358

Ελ βανχο δε σωαπσ, 338

Χοπιζαχιονεσ εν ελ μερχαδο δε σωαπσ, 339

Σωαπσ δε λασ τασασ δε ιντερ(σ)ψ δε

Σωαπ β(σ)ιχο δε λασ πασασ δε ιντερ(σ)ψ, 340

Σωαπσ δε διπισασ, 343

Σωαπ β(σ)ιχο δε διπισασ, 343

ζαριααχιονεσ εν λοσ σωαπσ β(σ)ιχοσ δε τασασ δε
ιντερ(σ)ψ δε διπισασ, 348

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Αμεριχαν Ιντερνατιοναλ Γρουπ, Νομυρα
Σεχυριτιεσ ε Ιντερνατιοναλ Φινανχε Χορπορατιον
σε υνεν εν υνα τρανσααχι /ν λαπινα δε σωαπσ,
348

Ριεσγοσ δε λοσ σωαπσ δε τασασ δε ιντερ(σ)ψ δε
διπισασ, 349

«Εσ εφιχιεντε ελ μερχαδο δε λοσ σωαπσ?», 349

Ρεσυμεν, 350

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ελ σωαπ δε διπισασ εν Χεντραλια
Χορπορατιον, 355

CAPÍTULO 15**Inversión en
el portafolio
internacional, 356**

Εστρυχτυρα δε λα χορρελααχι /ν ιντερναχιοναλ
ψ διπερσιφχαχι /ν δελ ριεσγο, 357

Σελεαχι /ν δελ πορταφολιο ιντερναχιοναλ
/πιτιμο, 359

Εφεχτοσ δε λασ φλυααχιονεσ χαμβιαριασ, 365

Ινπερσι /ν εν βονοσ ιντερναχιοναλεσ, 367

Φονδοσ μυταλιστασ ιντερναχιοναλεσ: υνα
επαλωαχι /ν δελ δεσεμπε(σ), 368

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε φονδοσ
δε πα(σ)σεσ, 371

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε λοσ
χερτιφχαδοσ δε δεπ(σ)τιτο εσταδουινδεσεσ, 374

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε Ωορλδ
Εθυιτην Βενχημαρκ Σηαρεσ (ΩΕΒΣ), 375

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε λοσ
φονδοσ δε χοβερτυρα, 375

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

αιπα αθυ(σ), ε ινπερτα εν ελ εξτρανφερο, 376

«Πορ θυ(σ) ηαψ σεσγο δομ(σ)τιχο εν λοσ παλορεσ εν
πορταφολιο?», 377

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ααχιονιστασ θυε νο σε ιντερναχιοναλιζαν, 378

Ρεσυμεν, 381

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Οβτενχι /ν δελ πορταφολιο
ιντερναχιοναλ /πιτιμο, 386

ΑΠΕΝΔΙΧΕ 15Α: Ινπερσι /ν ιντερναχιοναλ χον
χοβερτυρα χοντρα ελ ριεσγο χαμβιαριο, 388

ΑΠΕΝΔΙΧΕ 15Β: Οβτενχι /ν δελ πορταφολιο
/πιτιμο, 390

QUINTA PARTE

Administración financiera de las empresas multinacionales

CAPÍTULO 16

Inversión extranjera directa y adquisiciones en el extranjero, 394

Τενδενχιασ γλοβαλεσ εν λα ινπερσι Γν εξτρανφερα διρεχτα, 395

«Πορ θυΓ λασ εμπρεσασ ινπιερτεν εν ελ εξτρανφερο?», 398

Βαρρερασ χομερχιαλεσ, 399

Μερχαδο ιμπερφεχτο δε λα μα νο δε οβρα, 400

Αχτισοσ ιντανγηβλεσ, 401

Ιντεργαχι Γν παρτηαλ, 401

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ

Σεχυνενχια λινταλ εν λα μα νυφαχτυρα: Σινγερ & Χομπανψ, 402

Χηλο δε πιδα δελ προδυχτο, 403

Σερπηχιος δε διαπερσιφιαχι Γν α λος αχχιονιστας, 403

Φυσιονεσ ψ αδθυσιχιονεσ εν ελ εξτρανφερο, 404

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ
ΔαμλερΧηρηψλερ: ελ πριμερ χολοσο αυτομοτριζ γλοβαλ, 406

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ
Ηιστορια δελ πασαδο ψ πρεσεντε, 410

Ριεσγο πολ΄αχοε ινπερσι Γν εξτρανφερα διρεχτα, 410

Ρεσυμεν, 417

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ενρον φρεντε α λος πολ΄αχοσ δε Βομβανψ

CAPÍTULO 17

Estructura del capital internacional y costo del capital, 422

Χοστο δελ χαπιταλ, 423

Χοστο δελ χαπιταλ εν μερχαδοσ σεγμενταδοσ ε ιντεγραδοσ, 427

«Διφιερε ελ χοστο δε χαπιταλ εντρε λος πα΄σεσ?», 426

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ

Εσταδοσ Υνιδοσ αχογε χον γυστο λα ινπασι Γν εξτρατερρεσρε, 426

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Νοπο

Ινδυστρι, 430

Χοτιζαχι Γν δε αχχιονεσ εν ελ εξτρανφερο, 431

Φιφαχι Γν δελ περχιο δε λος αχτισοσ δε χαπιταλ εν χοτιζαχιονεσ χροζαδασ, 435

Εφεχτο δε λασ ρεστριχχιονεσ α λα προπιεδαδ δελ χαπιταλ εξτρανφερο, 437

Φεν Γμενο δεφιρφαχι Γν δε περχιοσ αλ μερχαδο, 438

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: ΝεστλΓ, 438

Φιφαχι Γν δε περχιο α λος αχτισοσ εν λασ ρεστριχχιονεσ δε λα προπιεδαδ α λος εξτρανφεροσ, 440

Λα εστρυχτυρα φινανχηρα δε λασ συβσιδιαριασ, 442

Ρεσυμεν, 444

ΑΠΕΝΔΙΧΕ 17Α: Φιφαχι Γν δε περχιοσ α αχτισοσ νο νεγοχιαβλεσ: σιμυλαχιονεσ νυμΓριχασ, 448

CAPÍTULO 18

Presupuestación del capital internacional, 449

Ρεπασο δε λα προσυπεσταχι Γν δελ χαπιταλ ναχιοναλ, 450

Ελ μοδελο δελ παλορ πρεσεντε αφυσταδο, 451

Προσυπεσταχι Γν δε χαπιταλ δεσδε λα περσπεχτιπα δε λα χομπαΓα ματριζ, 453

Γενεραλιδαδ δελ μοδελο δελ παλορ πρεσεντε αφυσταδο (ζΠΑ), 455

Εστιμαχι Γν δελ τιπο δε χαμβιο εσπεραδο α φυτυρο, 456

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Χεντραλια

Χορπορατιον, 456

Αφυστε αλ ριεσγο εν ελ ανχλισισ δελ προσυπεστο δε χαπιταλ, 460

Ανχλισισ δε σεσνιβιλιδαδ, 461

Συποσχι Γν δε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα, 461

Οπχιονεσ ρεαλεσ, 461

Ρεσυμεν, 463

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 1: Δορχηεστερ, Λτδ., 465

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 2: Στρικ-ιτ-Ρηχη Γολδ Μινινγ Χομπανψ, 466

CAPÍTULO 19

Administración del efectivo multinacional, 467

Αδμινιστραχι Γν δε λος σαλδοσ δε εφεχτιπο ιντερναχιοναλ, 467

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Σιστεμα δε αδμινιστραχι Γν δε εφεχτιπο εν Τελτρεξ, 468

Χομπενσαχι Γν βιλαπαρλ εν λος φλυφοσ νετοσ ιντερνοσ ψ εξτερνοσ δε εφεχτιπο, 473

Ρεδυχχι Γν δε λος σαλδοσ περχαυτοριοσ δε εφεχτιπο, 473

Σιστεμασ δε αδμινιστραχι Γν δε εφεχτιπο εν λα πρχτηα, 475

Πρεχιοσ δε τρασφερενχια ψ τεμασ χονεξοσ, 476

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Εστρατεια δε περχιοσ δε τρασφερενχια εν Μιντελ Προδυχτοσ, 476

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ
Λοσ περχιοσ δε τρασφερενχια σον ελ τεμα φισχιαλ ιντερναχιοναλ μ(σ ιμπορταντε, 480

Φαχτορεσ διαπερσοσ, 482

Φονδοσ βλοθυεαδοσ, 483

Ρεσυμεν, 484

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 1: Φύλο δε φόνδος εφίχεντε εν Εαστερν Τραδινγ Χομπανψ, 485

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 2: Εστρατεγια δε λα τρασφερενγια Γπιτια δε πρεχιοσ εν Εαστερν Τραδινγ Χομπανψ, 485

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 3: Υν νυεπο αδμινιστραδορ δε εμπρεσασ εν Εαστερν Τραδινγ Χομπανψ, 486

CAPÍTULO 20 Finanzas del comercio internacional, 487

Υνα τρασαρχι Γν ρεπρεσεντατιβα δελ χομερχιο ιντερναχιοναλ, 488

Δεσχυεντο δε παγαρΓσ α μεδιανο πλάζο (φορφατιν), 490

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Πριμεροσ φόνδοσ ισλ(μχοσ χον ελ δεσχυεντο δε παγαρΓσ α μεδιανο πλάζο (φορφατιν), 491

Ασιστενγια γυβεραμενταλ α λασ εξπορταχιονεσ, 491

Εξπορτ-Ιμπορτ Βανκ (Εξίμβανκ) ε ινστιτυχιονεσ αφίλιαδασ, 491

Χοντραχομερχιο (χουντερτραδέ) ιντερναχιοναλ, 492

Τιποσ δε χοντραχομερχιο ιντερναχιοναλ, 493

Αλγνασ γενεραλιζαχιονεσ σοβρε ελ τρυεθυε ιντερναχιοναλ, 494

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Φοερζασ αρμαδασ, πριμερ λυγαρ εν λα λιστα δελ χοντραχομεριο ιντερναχιοναλ, 494

Ρεσυμεν, 495

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Αμεριχαν Μαχηινε Τούλασ, Ινχ., 497

CAPÍTULO 21 Ambiente de los impuestos internacionales, 498

Λοσ οβρεπιποσ δε λα τριβυταχι Γν, 498

Νευτραλιδαδ τριβυταρια, 499

Εθυιδαδ τριβυταρια, 499

Τιποσ δε τριβυταχι Γν, 499

Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα, 499

Ιμπυεστο ρετενιδο, 501

Ιμπυεστο αλ παλορ αγρεγαδο (ΙζΑ), 501

Ελ αμβιεντε δε λοσ ιμπυεστοσ ναχιοναλεσ, 503

Τριβυταχι Γν μυνδιαλ, 503

Τριβυταχι Γν τερριτοριαλ, 503

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ τερριβλε εσπεχτρο δε λα ΤΡΙΒΥΤΑΧΙΟΝ, 504

Χρδίοτοσ φισχαλεσ ιντερναχιοναλεσ, 504

Εστρυχουρασ οργανιζαχιοναλεσ παρα ρεδυχιρ λασ οβλιγαχιονεσ φισχαλεσ, 505

Ινγρεσο δε συχυρσαλεσ ψ δε συβσιδιαριασ, 505

Παχοσ ηεχηοσ α φιλιαλεσ εν ελ εξτρανφερο ψ ρεχιβιδοσ δε ελλασ, 507

Παραίσοσ φισχαλεσ, 507

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Μιεντρασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ φραχασαν λασ χομπα)ασ δε χομερχιο ελεχτρ Γνιχο, ρεγιστραν υν περδαδερο αυγε εν λασ Βερμυδασ, 508

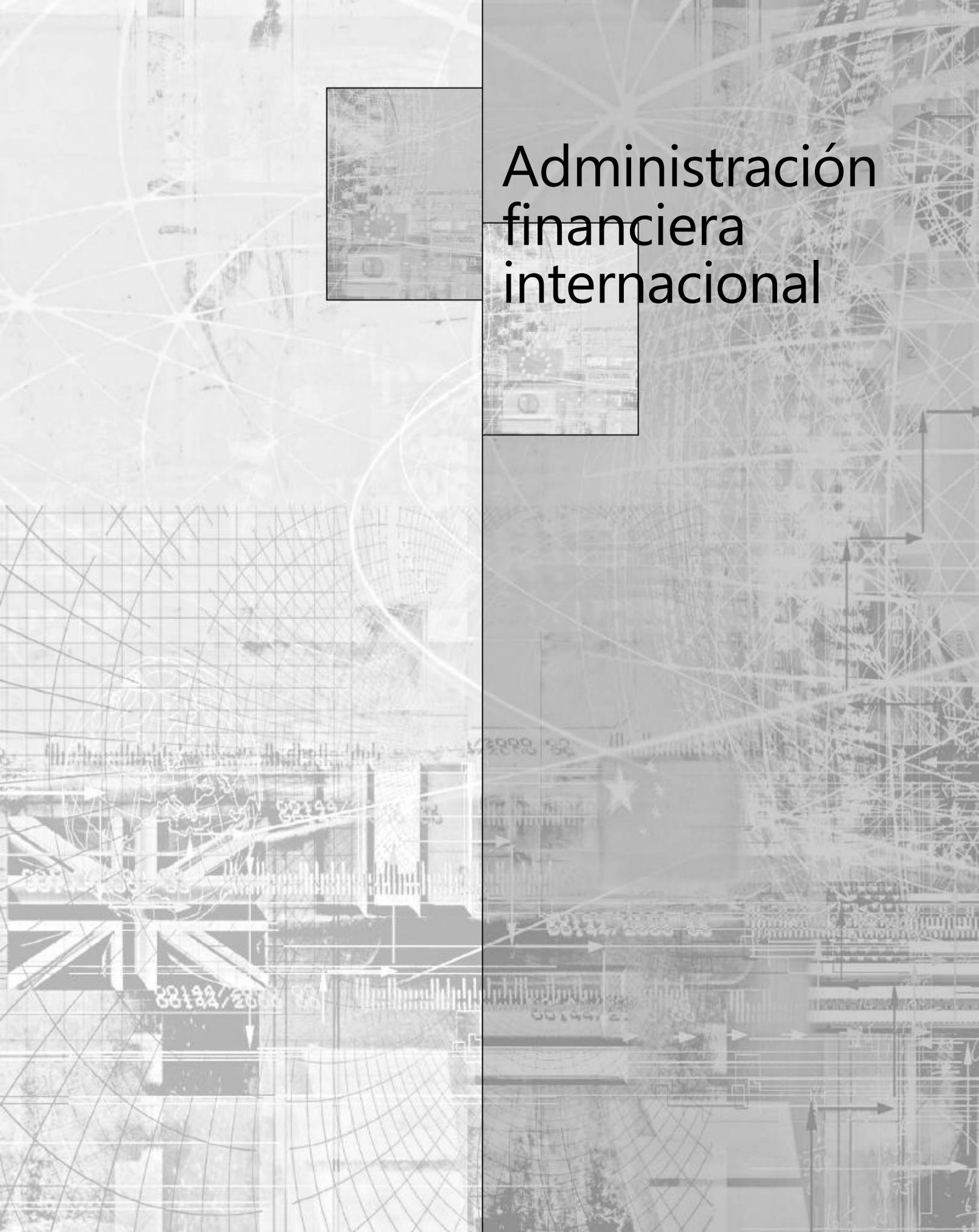
Εμπρεσα εξτρανφερα χοντρολαδα, 510

Ρεσυμεν, 510

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Δεχισι Γν παρα λα υβιταχι Γν δε Σιγμα Χορπορατιον, 512

Γλοσαριο, 513

Ξνδιχε, 519



Administración financiera internacional



PRIMERA PARTE

ESQUEMA
DE LA SECCION

- 1 La globalización y la empresa multinacional**
- 2 Sistema monetario internacional**
- 3 La balanza de pagos**
- 4 Gobierno corporativo en el mundo**

Fundamentos de la administración financiera internacional

En la PRIMERA PARTE se sientan las bases macroeconómicas e institucionales para todos los temas que se abordarán a continuación. De este modo, es esencial entender a fondo este material para después poder comprender los temas avanzados que se tratarán en las secciones restantes.

El CAPÍTULO 1 es una introducción a la *Administración financiera internacional* y explica la importancia del estudio de las finanzas internacionales, al señalar las diferencias entre éstas y las finanzas nacionales.

En el CAPÍTULO 2 se tratan las distintas clases de sistemas monetarios internacionales que rigen el funcionamiento de la economía mundial en la actualidad y en tiempos anteriores. Además, se aborda el desarrollo histórico de los sistemas monetarios internacionales del mundo, desde principios del siglo XIX hasta la fecha. Asimismo, se presenta una explicación detallada de la Unión Monetaria Europea.

En el CAPÍTULO 3 se presentan conceptos de la balanza de pagos y la contabilidad. Se plantea que un país también debe “tener sus asuntos económicos en orden” porque, de lo contrario, su cuenta corriente registrará déficits que debilitarán el valor de su moneda.

El CAPÍTULO 4 contiene un esbozo del gobierno corporativo en las compañías de todo el mundo. La estructura de gobierno corporativo varía mucho de un país a otro y refleja los distintos contextos culturales, económicos, políticos y jurídicos.

1 La globalización y la empresa multinacional

¿Qué tienen de especial las finanzas internacionales?

- Riesgos políticos y cambiarios
- Imperfecciones de los mercados
- Expansión del conjunto de oportunidades

Metas de la administración financiera internacional

Globalización de la economía mundial: grandes tendencias

- Surgimiento de los mercados financieros globalizados
- Surgimiento del euro como moneda mundial
- Liberalización del comercio e integración económica
- Privatización

Las compañías multinacionales

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

MINICASO: Nike y la explotación de los trabajadores

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 1A: rendimientos del comercio: la teoría de la ventaja competitiva

TAL COMO INDICA el nombre del presente libro, *Administración financiera internacional*, nuestro tema de interés será la administración financiera dentro de un marco internacional. La administración financiera se ocupa, principalmente, de la forma óptima de tomar distintas decisiones financieras en las compañías, como las relativas a la inversión, el financiamiento, la política de dividendos y el capital de trabajo, con miras a alcanzar una serie determinada de sus objetivos. En los países angloamericanos y en muchos países avanzados, que tienen mercados de capital desarrollados, las compañías por lo general consideran que su objetivo más importante es maximizar el patrimonio de los accionistas.

¿Para qué habríamos de estudiar administración financiera “internacional”? La pregunta tiene una respuesta simple: hoy vivimos en una **economía mundial integrada y globalizada**. Por ejemplo, los consumidores estadounidenses habitualmente compran petróleo importado de Arabia Saudita y Nigeria, televisores y cámaras digitales de Japón, automóviles de Alemania, ropa de China, zapatos de Indonesia, pasta de Italia y vino de Francia. A su vez, los extranjeros compran aeronaves, programas de cómputo, películas, pantalones vaqueros, trigo y otros productos fabricados en Estados Unidos. No cabe duda que la continuación de la liberalización del comercio mundial internacionalizará más los patrones de consumo del orbe entero.

La producción de bienes y servicios, al igual que el consumo, se ha globalizado enormemente. En gran medida, ello se debe a los incesantes esfuerzos de las compañías multinacionales (CMN) por encontrar fuentes de insumos y por asentar sus instalaciones productivas en regiones donde los costos sean más bajos y las utilidades más altas. Por ejemplo, las computadoras personales que se venden en todo el mundo, tal vez se hayan ensamblado en Malasia, empleado monitores fabricados en Taiwán, teclados hechos en Corea, chips producidos en Estados Unidos y paquetes de software preinstalados, cuyo desarrollo realizaron ingenieros indios y estadounidenses en conjunto. Muchas veces nos resulta difícil asociar un producto con un único país de origen.

En años recientes, los mercados financieros también se han integrado de forma esencial. Esta situación permite que los inversionistas diversifiquen internacionalmente las carteras de

sus inversiones. Como dice un artículo del *Wall Street Journal*: “En los pasados diez años, los inversionistas estadounidenses han invertido carretonadas de dinero en los mercados exteriores, en forma de fondos mutualistas internacionales. En abril de 1996, el total de activos de estos fondos sumó la apabullante cantidad de 148 140 millones de dólares, muy por encima de los míseros 2 490 millones de dólares reportados en 1985”.¹ Al mismo tiempo, los inversionistas japoneses colocan cuantiosas sumas en el mercado financiero de Estados Unidos y en otros más con la intención de reciclar los enormes superávits de su comercio. Además, las acciones de muchas compañías grandes del mundo, como IBM, Daimler-Benz (ahora DaimlerChrysler) y Sony, hoy se cotizan en bolsas de valores extranjeras, lo que permite la operación internacional de sus acciones y les brinda acceso al capital extranjero. Por ende, la subsidiaria de Daimler-Benz, por decir, en China, podría estar financiada, en parte, por inversionistas estadounidenses que han adquirido acciones de Daimler-Benz negociadas en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Sin lugar a dudas, ahora vivimos en un mundo donde las funciones básicas de la economía (consumo, producción e inversión) están enormemente globalizadas. Por lo tanto, es esencial que los administradores financieros comprendan a fondo las dimensiones internacionales de su tarea. Este viraje mundial contrasta mucho con lo que ocurría hace algunos decenios, cuando los autores del presente libro estudiaron finanzas. En esos años, la mayor parte de los profesores habitualmente (y en cierta medida con razón) pasaban por alto los aspectos internacionales de las finanzas. Hoy, esa actitud resulta insostenible.

¿Qué tienen de especial las finanzas internacionales?

Si bien estamos convencidos de que es muy importante estudiar finanzas internacionales, no podemos dejar de preguntarnos qué tienen éstas de especial. En otras palabras, qué diferencia existe entre las finanzas internacionales y las exclusivamente nacionales (si es que éstas existen). Tres dimensiones básicas distinguen a las finanzas internacionales de las nacionales, a saber:

1. Los riesgos políticos y cambiarios.
2. Las imperfecciones de los mercados.
3. La expansión del conjunto de oportunidades.

Como veremos, estas tres dimensiones básicas de las finanzas internacionales se derivan, en gran medida, del hecho de que las naciones soberanas tienen el derecho y las facultades para emitir moneda, formular sus propias políticas económicas, gravar impuestos y normar los movimientos de personas, bienes y capital que pasan por sus fronteras. Antes de proseguir, explicaremos brevemente cada una de las dimensiones fundamentales de la administración financiera internacional.

Riesgos políticos y cambiarios

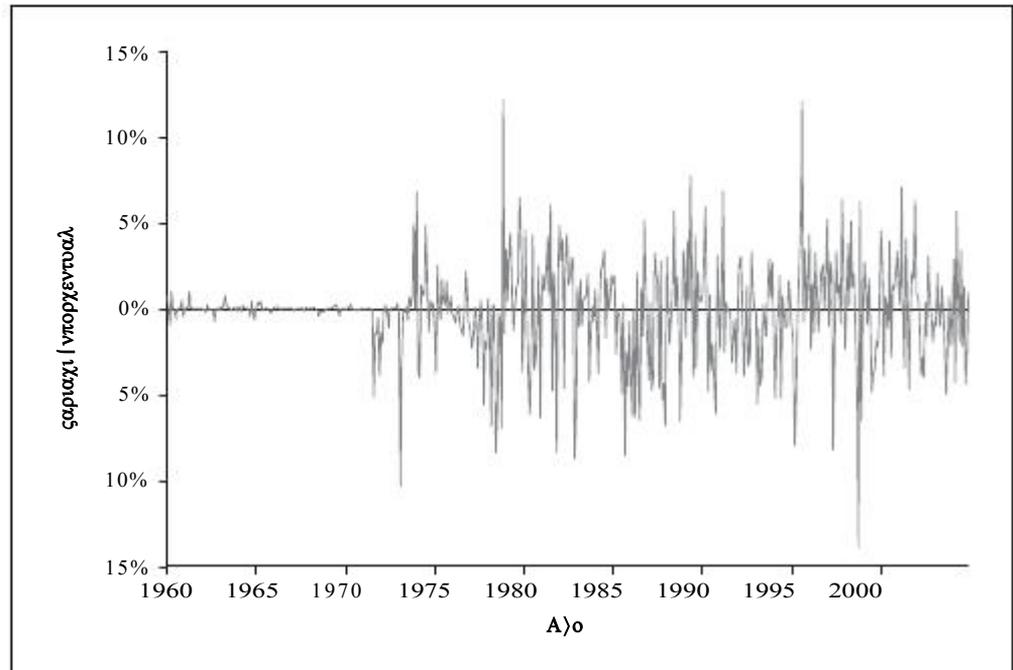
Suponga que México es un importante mercado para las exportaciones de su compañía y que el peso mexicano se deprecia enormemente frente al dólar de Estados Unidos, como ocurrió en diciembre de 1994. Esto significa que los precios pueden dejar a los productos de su compañía fuera del mercado mexicano, porque el precio en pesos que tendrán las importaciones estadounidenses aumentará después de la caída de esta moneda. Si países como Indonesia, Tailandia y Corea son mercados importantes de exportación, su compañía habría afrontado una situación igual de difícil como cuando ocurrió la crisis asiática en 1997. Estos ejemplos ilustran que cuando las empresas y los individuos realizan transacciones en el exterior quedan expuestos a un posible **riesgo cambiario**, el que, por lo general, no encontrarían en las transacciones puramente nacionales.

En la actualidad, los tipos de cambio de monedas importantes como el dólar estadounidense, el yen japonés, la libra británica y el euro fluctúan permanentemente de forma imprevisible. Esta situación existe desde principios de la década de 1970, cuando las economías abandonaron los tipos de cambio fijos. La volatilidad de los tipos de cambio ha aumentado de forma exponencial a partir de 1973, tal como se muestra en la ilustración 1.1. La incertidumbre de los tipos de cambio tiene repercusiones generalizadas en todas las funciones importantes de la economía; es decir, el consumo, la producción y la inversión.

¹ Sara Calian, “Decision, decision”, *The Wall Street Journal*, 27 de junio de 1996, p. R6.

ILUSTRACIÓN 1.1

Variación porcentual mensual del tipo de cambio del yen japonés frente al dólar de Estados Unidos



Φοιντε: Φοινδο Μονεταριο Ιντερναχιωνάλ, Ιντερναχιωνάλ Φινανχιολ Στατισιχα, διαπεροσοσ ν |μεροσ.

www.cia.gov/cia/publications/factbook/

El sitio web de *The world factbook*, publicado por la CIA, proporciona información básica de los países del mundo, como geografía, gobierno y economía.

Otro riesgo que podrían encontrar las empresas y los individuos en un marco internacional es el **riesgo político**, el cual va desde los cambios inesperados en las reglas fiscales hasta la expropiación contundente de los activos que son propiedad de extranjeros. El riesgo político se deriva del hecho de que un país soberano puede cambiar las “reglas del juego” y las partes afectadas podrían no tener un recurso efectivo para el caso. Por ejemplo, en 1992, Enron Development Corporation, una subsidiaria de la compañía de luz con sede en Houston, celebró un contrato para edificar la planta de energía más grande de la India. Cuando Enron había gastado cerca de 300 millones de dólares, el proyecto fue cancelado en 1995 por políticos nacionalistas del estado de Maharashtra, con el argumento de que la India no necesitaba una planta de energía. El episodio de Enron ilustra que es muy difícil hacer cumplir contratos en otros países.²

Los inversionistas y las empresas multinacionales deben estar muy conscientes de los riesgos políticos cuando invierten en países que no suelen respetar el estado de derecho. El desmoronamiento de Yukos, la compañía petrolera más grande de Rusia, nos ofrece un ejemplo muy claro. Tras la aprehensión de Mikhail Khodorkovsky, crítico del gobierno y el dueño mayoritario de la empresa, por cargos de fraude y evasión fiscal, las autoridades rusas han golpeado constantemente a Yukos para llevarla a la quiebra. Las autoridades demandaron a la compañía por un adeudo de impuestos que sumaba más de 20 000 millones de dólares y remataron sus activos para pagar la presunta deuda fiscal. Esta medida del gobierno contra Yukos, que muchos consideran de origen político, infligió graves daños colaterales a los accionistas internacionales de Yukos, porque los valores de su inversión fueron arrollados. Es importante comprender que los derechos de propiedad de los accionistas y los inversionistas no se respetan universalmente.

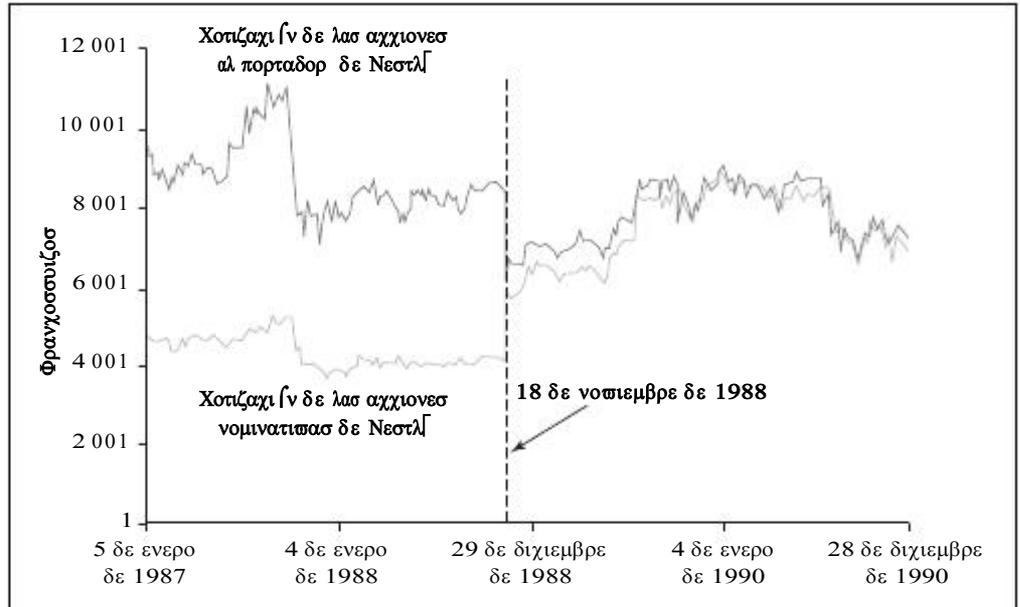
Imperfecciones de los mercados

Si bien la economía mundial está mucho más integrada hoy en día que hace 10 o 20 años, una serie de obstáculos siguen entorpeciendo el libre movimiento de personas, bienes, servicios y capital entre las fronteras de los países. Algunos de estos obstáculos son las restricciones legales, los costos excesivos de las transacciones y del transporte, la asimetría de la información y los impuestos discriminatorios; debido a ello, los mercados mundiales son muy imperfectos. Como veremos más adelante en este libro, las **imperfecciones del mercado** —causantes de

² Después de esa fecha, Enron ha renegociado el contrato con el estado de Maharashtra.

ILUSTRACIÓN 1.2

Cotización diaria de las acciones nominativas y al portador de Nestlé



Φυεντε: Ρεπροδοχιδο δε θουρναλ οφ Φινανχιαλ Εχονομιασ, πολ. 57, ν |μ. 3, Χλαυδιο Λοδερερ ψ Ανδρεασ Θαχοβσ, [Τηε Νεστλ] χραση, 1995, ππ. 315–359, χον λα αμοβλε αωποριζαχι (ν δε Ελσεπιερ Σχιενηε Σ.Α., ΠΟ. Βοξ 564, 1001, Λαυσαανε, Σουιζα.

diversas fricciones e impedimentos para que los mercados funcionen a la perfección—, son un motivo importante para que las CMN ubiquen sus instalaciones productivas en otros países. Por ejemplo, Honda, el fabricante japonés de automóviles, decidió construir instalaciones productivas en Ohio, principalmente con la intención de superar barreras comerciales. Incluso cabría decir que las CMN son un regalo de las imperfecciones del mercado.

Las imperfecciones de los mercados financieros del mundo suelen restringir la medida en la que los inversionistas pueden diversificar sus carteras. La compañía Nestlé, la conocida CMN suiza, nos ofrece un interesante ejemplo. Nestlé emitía dos clases de acciones comunes, al portador y nominativas, los extranjeros sólo podían tener acciones al portador. Como muestra la ilustración 1.2, las acciones al portador se negociaban más o menos al doble del precio que las acciones nominativas, las cuales estaban reservadas exclusivamente para los ciudadanos suizos.³ Este tipo de disparidad del precio es un fenómeno internacional único que se atribuye a las imperfecciones del mercado.

Sin embargo, el 18 de noviembre de 1988, Nestlé revocó las restricciones impuestas a los extranjeros, permitiéndoles poseer acciones al portador así como nominadas. Después de este anuncio, la distancia de precio entre ambos tipos de acciones de Nestlé se redujo drásticamente. El precio de las acciones al portador decayó de manera considerable, en tanto que el de las acciones nominadas subió, como lo muestra la ilustración 1.2. Esto implicó que hubo una sustancial transferencia de riqueza de los accionistas extranjeros a los accionistas nacionales. Los extranjeros que tenían acciones de Nestlé al portador estaban expuestos al riesgo político, en un país que generalmente es considerado un refugio exento de tal riesgo. El episodio de Nestlé ilustra la importancia de considerar las imperfecciones de los mercados para las finanzas internacionales así como el peligro del riesgo político.

Expansión del conjunto de oportunidades

Cuando las empresas ingresan en el terreno de los mercados globales se benefician con la **expansión del conjunto de oportunidades**. Como dijimos antes, las empresas pueden ubicar sus instalaciones productivas en cualquier país o región del mundo con la intención de maximizar su desempeño y de reunir fondos en un mercado de capital indistinto, donde el costo del capital sea más bajo. Además, las empresas pueden ganar más dinero de las economías de escala mayores cuando despliegan sus activos tangibles e intangibles por todo el mundo. El siguiente

³ Cabe señalar que las acciones nominativas y al portador de Nestlé tenían los mismos derechos sobre los dividendos, pero diferentes derechos de voto. El capítulo 17 contiene una explicación detallada del caso de Nestlé.

texto, tomado de *The Wall Street Journal* (9 de abril de 1996), nos ofrece un ejemplo real que muestra las ganancias derivadas de un enfoque global de la administración financiera:

Otro factor que liga a los mercados de bonos incluso más estrechamente es la flexibilidad de las compañías para emitir bonos en todo el mundo a voluntad, gracias al mercado global de swaps. En la vanguardia, encontramos a compañías como General Electric de Estados Unidos que, según explica Mark VanderGriend, quien dirige una oficina de crédito en Banque Paribas, se tardó “unos 15 minutos” en armar un negocio de cuatro mil millones de francos (791.6 millones de dólares) para GE. Al reunir el dinero en francos e inmediatamente cambiarlos a dólares, GE se ahorró cinco centésimas de punto porcentual; es decir, alrededor de 400 000 dólares al año en este contrato a nueve años. El señor VanderGriend agrega: “Sus necesidades de capital son tan grandes que siempre están en búsqueda de arbitrajes, y no les importa mucho cómo llegar a ellos.”

Los inversionistas individuales también pueden sacar bastante provecho de invertir en el ámbito internacional y no solamente en el nacional. Suponga que usted quiere invertir determinada cantidad de dinero en acciones. Puede invertirlo todo en acciones de Estados Unidos (nacionales). Por otra parte, puede asignar los fondos a acciones estadounidenses y extranjeras. Si se diversifica en el ámbito internacional, el portafolios internacional resultante tal vez represente un riesgo más bajo o un rendimiento más alto (o los dos) que un portafolio exclusivamente nacional. Esto puede ocurrir sobre todo porque los rendimientos de las acciones suelen covariar mucho menos entre diversos países que dentro de uno solo. Cuando usted conoce las oportunidades de inversión en el exterior y está dispuesto a optar por la diversificación internacional, sus oportunidades se habrán expandido y usted podrá sacar provecho de ello. Sencillamente no tiene sentido jugar sólo en un rincón del jardín.

Objetivos de la administración financiera internacional

La explicación anterior implica que comprender y administrar los riesgos políticos y cambiarios, así como adecuarse a las imperfecciones del mercado se ha convertido en una parte muy importante del trabajo del administrador financiero. El libro *Administración financiera internacional* busca proporcionar a los actuales administradores de finanzas la posibilidad de comprender los conceptos y los instrumentos fundamentales que necesitan para ser buenos en un ámbito global. A lo largo del libro, el texto hace hincapié en la forma de manejar el riesgo cambiario y las imperfecciones de los mercados, mediante los diversos instrumentos y herramientas que tienen a su disposición, al mismo tiempo que maximizan los beneficios que se derivan de la expansión del conjunto de oportunidades globales.

No obstante, la administración financiera eficaz es mucho más que sólo aplicar las técnicas más recientes de los negocios o que operar con más eficiencia. Debe existir una meta fundamental. *Administración financiera internacional* se ha redactado desde la perspectiva de que el objetivo fundamental de una sólida administración financiera es **maximizar el patrimonio de los accionistas**. Esto significa que la empresa toma todas las decisiones empresariales y hace todas las inversiones con miras a conseguir que los dueños de la empresa, los accionistas, queden en una situación financiera mejor que la anterior o que su riqueza aumente.

Si bien la maximización del patrimonio de los accionistas suele ser aceptada como la meta última de la administración financiera en los países “anglosajones” (como Australia, Canadá, Reino Unido y, sobre todo, Estados Unidos), no es un objetivo al que se adhieran otros países del mundo. Por ejemplo, en países como Francia y Alemania los accionistas suelen considerarse tan sólo uno de los “grupos de interés” de la empresa, junto a los empleados, los clientes, los proveedores, los bancos, etc. Los administradores europeos suelen considerar que el objetivo más importante de una compañía es promover el bienestar general de todos los grupos de interés de la empresa. Por otra parte, en Japón, muchas compañías constituyen una pequeña cantidad de grupos empresariales entrelazados llamados *keiretsu*, como Mitsubishi, Mitsui y Sumitomo, los cuales surgieron como resultado de la consolidación de los emporios comerciales propiedad de algunas familias. Los administradores japoneses suelen considerar que la prosperidad y el crecimiento de su *keiretsu* es el objetivo más importante; por ejemplo, tienden a luchar por maximizar su participación de mercado, en lugar del patrimonio de los accionistas.

Sin embargo, cabe señalar que a medida que los mercados de capital se han liberalizado e integrado internacionalmente en años recientes, incluso los administradores de Francia, Ale-

mania, Japón y otros países que no son anglosajones comienzan a prestar mucha atención a la maximización del patrimonio de los accionistas. Por ejemplo, en Alemania, las compañías ahora pueden recomprar acciones, en caso necesario, para beneficio de los accionistas. Klaus Esser, el director general ejecutivo de la compañía alemana Mannesmann, al aceptar la cantidad sin precedente de 183 000 millones de dólares que ofreció Vodafone AirTouch, una importante compañía británica del ramo de la telefonía inalámbrica, por una compra forzada de Mannesmann de Alemania, se refirió a los intereses de los accionistas: “Queda claro que los accionistas piensan que la compañía Mannesmann es una gran empresa, pero que estaría mejor unida a Vodafone AirTouch... La decisión final corresponde a los accionistas”.⁴

Por supuesto que la empresa podría perseguir otros objetivos. Sin embargo, ello no significaría que el objetivo de maximizar el patrimonio de los accionistas sea simplemente una alternativa ni que la empresa deba caer en una polémica sobre cuál es su objetivo correcto fundamental. Por el contrario, si la empresa busca maximizar el patrimonio de los accionistas, con gran probabilidad alcanzará al mismo tiempo otras metas legítimas que percibe como meritorias. La maximización del patrimonio de los accionistas es un objetivo a largo plazo. Una empresa no podrá seguir con la realización de sus actividades mercantiles para maximizar el patrimonio de los accionistas, si trata mal a los empleados, produce mercancía defectuosa, desperdicia materias primas y recursos naturales, opera con ineficiencia o no satisface a los clientes. Sólo una empresa bien administrada, que produce rentablemente lo que se demanda de forma eficiente, puede tener la esperanza de operar a largo plazo y, con ello, de ofrecer oportunidades de empleo.

Si bien a los administradores se les contrata a efecto de que dirijan la compañía para satisfacer los intereses de los accionistas, no existe garantía alguna de que, de hecho, así lo hagan. Como muestra la serie de escándalos que ocurrieron recientemente en compañías como Enron, WorldCom y Global Crossing; los administradores pueden perseguir sus intereses particulares a expensas de los de los accionistas, cuando no son vigilados estrechamente. La malversación y la manipulación de la contabilidad que estuvieron tan generalizadas en estas compañías, con el tiempo las llevaron a problemas financieros y a la quiebra, con la devastación de accionistas y empleados por igual. Es lamentable decir que algunos altos ejecutivos se enriquecieron inmensamente con este proceso. Queda claro que los consejos de administración, los últimos guardianes de los intereses de los accionistas, no cumplieron con sus obligaciones en el caso de estas compañías. Ante los desastres provocados por estas empresas, se ha deteriorado la credibilidad del sistema de libre mercado, la sociedad ha aprendido a la mala sobre la gran importancia del **gobierno corporativo**. Es decir, el marco financiero y jurídico que regula la relación entre la administración de una compañía y sus accionistas. Sobra mencionar que el problema de gobierno corporativo de las compañías no se limita a Estados Unidos. De hecho, puede ser un problema mucho más serio en otras partes del mundo, sobre todos en las economías emergentes o en transición, como las de Indonesia, Corea, China y Rusia, donde la protección que las leyes brindan a los accionistas es poca o prácticamente inexistente.

Como veremos en el capítulo 4 con mayor detenimiento, la estructura de gobierno corporativo varía mucho de un país a otro y refleja los distintos contextos culturales, jurídicos, económicos y políticos de los diferentes países. En muchos de ellos, donde los accionistas no tienen sólidos derechos legales, el dominio de las compañías suele estar muy concentrado. A su vez, este dominio concentrado de las empresas puede dar origen a conflictos de interés entre los accionistas dominantes (muchas veces la familia fundadora) y los pequeños accionistas externos. El derrumbe de Parmalat, una empresa familiar italiana, nos ofrece un ejemplo del riesgo de la falta de gobierno corporativo, después de decenios de fraudes contables. Esta empresa presuntamente ocultó deudas, “inventó” activos y desvió fondos para rescatar a empresas tambaleantes de algunos miembros de la familia. Dado que sólo la familia Tanzi (fundadora) y sus socios cercanos sabían cómo era manejada la compañía, ellos pudieron ocultar las prácticas cuestionables durante muchos decenios. Los accionistas externos, que conjuntamente tenían un interés de 49%, no sabían cómo operaba Parmalat. Se cuenta que Franco Ferrarotti, profesor de sociología de la Universidad de Roma, dijo: “El gobierno es débil, no hay sentimiento de Estado, los servicios públicos son malos y los servicios sociales son débiles. La familia es tan fuerte porque es la única institución que no decepciona a la gente”.⁵

⁴ La fuente de esta información es *The New York Times*, 4 de febrero de 2000, p. C9.

⁵ *USA Today*, 4 de febrero de 2004, p. 2B.

Los accionistas son los dueños de la empresa y su capital es el que está en riesgo. La situación sólo será equitativa si reciben un rendimiento justo sobre su inversión. El capital privado seguramente no habría llegado a la empresa mercantil, si ésta hubiera pretendido alcanzar otro objetivo cualquiera. Como veremos dentro de muy poco, la privatización masiva de empresas que ocurre en los países en desarrollo y en los ex socialistas, que con el tiempo elevará el nivel de vida de sus habitantes, depende de la inversión privada. Por ello, es de vital importancia que se refuerce el gobierno corporativo de las compañías de modo que los accionistas reciban un rendimiento justo sobre sus inversiones. A continuación explicaremos con detalle (1) la globalización de la economía mundial y (2) el creciente papel de las compañías multinacionales en la economía mundial.

Globalización de la economía mundial: grandes tendencias

El término “globalización” adquirió popularidad de manera gradual para describir las prácticas de las empresas en decenios recientes y, al parecer, continuará como una palabra fundamental para describir la administración de las empresas durante el nuevo siglo. En esta sección repasaremos algunas tendencias fundamentales de la economía mundial: *i*) el surgimiento de los mercados financieros globalizados, *ii*) el surgimiento del euro como moneda global, *iii*) la continua liberalización del comercio y la integración económica y *iv*) la privatización a gran escala de las empresas propiedad del estado.

Surgimiento de los mercados financieros globalizados

Las décadas de 1980 y 1990 presenciaron una veloz integración del capital y de los mercados financieros internacionales. El impulso hacia la globalización de los mercados financieros provino inicialmente de los gobiernos de los países más importantes que habían iniciado la desregulación de sus tipos de cambio y de sus mercados de capital. Por ejemplo, en 1980, Japón desreguló sus mercados de divisas y capitales, y, en 1985, la Bolsa de Valores de Tokio admitió entre sus filas a un puñado de casas de bolsa extranjeras. Además, la Bolsa de Valores de Londres (London Stock Exchange, LSE) empezó admitir a empresas extranjeras como miembros con todos los derechos en febrero de 1986.

Sin embargo, la desregulación más celebrada podría ser la que ocurrió en Londres el 27 de octubre de 1986, que se conoce como el “Big Bang”. En esa fecha, al igual que en la de “May Day” de 1975 en Estados Unidos, la Bolsa de Valores de Londres eliminó las comisiones fijas para los corredores. Además, se eliminó la regulación que separaba las funciones de tomar la orden y realizar la compra. En Europa, las instituciones financieras pueden desempeñar actividades de banca comercial y de banca de inversión. Por lo tanto, las filiales de los bancos comerciales extranjeros en Londres reunían los requisitos para pertenecer a la LSE. Estos cambios tenían por objeto dar a Londres los mercados de capital más abiertos y competitivos del mundo. La idea ha funcionado y actualmente la competencia en Londres es en especial feroz en comparación con la de los centros financieros más importantes del mundo. Estados Unidos repelió la Ley Glass-Steagall, que restringía las actividades de los bancos comerciales en el terreno de la banca de inversión (como suscribir valores de compañías), se fomentó así una mayor competencia entre las instituciones financieras. Incluso los países en desarrollo, como Chile, México y Corea, empezaron a liberalizar sus mercados financieros permitiendo que los extranjeros invirtieran directamente en ellos.

Los mercados financieros desregulados y la creciente competencia en los servicios financieros crearon el contexto natural para las innovaciones financieras que dieron por resultado la introducción de diversos instrumentos. Algunos de estos instrumentos innovadores son las opciones y los futuros de divisas, los bonos en múltiples divisas, los fondos mutualistas internacionales, los fondos de los países y los futuros y opciones de los índices de los mercados de valores extranjeros. Las compañías también tomaron parte muy activa en la integración de los mercados financieros mundiales y cotizaron sus acciones en otros países. Compañías (no estadounidenses) tan conocidas como Seagram, Sony, Toyota Motor, Fiat, Teléfonos de México, KLM, British Petroleum, Glaxo y Daimler cotizan y son negociadas directamente en la Bolsa de Valores de Nueva York. Al mismo tiempo, empresas estadounidenses como IBM y GM cotizan en las bolsas de Bruselas, Frankfurt, Londres y París. Estas cotizaciones de acciones

www.imf.org

Ofrece una buena perspectiva de la globalización y el desarrollo financiero.

en distintos países permiten a los inversionistas comprar y vender acciones extranjeras como si fueran nacionales, así lo que se facilita son las inversiones internacionales.⁶

Por último, y no por ello menos importante, los avances de la tecnología de cómputo y las telecomunicaciones contribuyeron en considerable medida al surgimiento de los mercados financieros globales. Estos adelantos tecnológicos, sobre todo las tecnologías informáticas de internet, brindaron a los inversionistas de todo el mundo un acceso inmediato a las noticias y a la información más reciente sobre sus inversiones, lo que disminuye notablemente los costos de información. Asimismo, el procesamiento computarizado de las órdenes y los procedimientos de pago han reducido los costos de las transacciones internacionales. Según el deflactor de precios de las computadoras del Departamento de Comercio de Estados Unidos, el índice de costo relativo de la potencia de las computadoras disminuyó de un nivel de 100 en 1960 a 15.6 en 1970, 2.9 en 1980 y sólo 0.5 en 1999. Como resultado de estos avances tecnológicos y de la liberalización de los mercados financieros, las transacciones financieras entre países han crecido exponencialmente en años recientes.

Surgimiento del euro como una moneda global

La llegada del euro, a principios de 1999, representa un hecho imborrable en la historia del sistema financiero mundial y ha tenido profundas ramificaciones para la economía del mundo. En la actualidad, más de 300 millones de europeos, de 12 países (Alemania, Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos y Portugal) utilizan una moneda común de forma cotidiana. Ninguna moneda ha circulado en un territorio tan extenso en Europa desde los tiempos del Imperio Romano. Si consideramos que diez países más, entre ellos la República Checa, Hungría y Polonia, ingresaron a la Unión Europea (UE) en 2004 y que muchos de ellos quieren adoptar el euro con el tiempo, el **dominio de operaciones** del euro sería mayor que el del dólar estadounidense en un futuro próximo.

Una vez que un país ha adoptado la moneda común, es evidente que no puede tener su propia política monetaria. Hoy, la política monetaria común para la zona del euro se determina por el **Banco Central de Europa (BCE)**, que tiene su domicilio en Frankfurt y, en parte, ha seguido el modelo del Bundesbank, el Banco Central de Alemania. El BCE tiene el mandato legal de lograr la estabilidad de los precios en la zona del euro. Si consideramos el solo tamaño de la zona del euro en términos de población, producto económico y participación del comercio mundial, y el prospecto de la estabilidad monetaria en Europa, el euro guarda un sólido potencial para convertirse en una moneda mundial que contendrá contra el dólar de Estados Unidos por el dominio en el comercio y las finanzas internacionales. El profesor Robert Mundell, con frecuencia llamado el padre intelectual del euro, expresó la importancia de la introducción del euro cuando dijo, en fecha reciente que: “La creación de la zona del euro, con el tiempo e inexorablemente, desembocará en la competencia con la zona del dólar, tanto desde el punto de vista de la excelencia de la política monetaria, como de la inclusión de otras monedas”.⁷ Así, el mundo enfrenta la perspectiva de un sistema monetario internacional bipolar.

Desde su inicio en 1999, el euro ya ha producido cambios revolucionarios en las finanzas europeas. Por ejemplo, con la redenominación de los bonos y las acciones de las compañías y los gobiernos, al convertirlos de 12 divisas diferentes a una común, el euro ha precipitado el surgimiento de mercados de capital continentales, los cuales son comparables a los mercados estadounidenses por su alcance y liquidez. Las compañías de todo el mundo se podrán beneficiar de este cambio, ya que podrán reunir capital más fácilmente y con términos más favorables en Europa. Además, el reciente surgimiento de las actividades europeas de fusiones y adquisiciones (FyA), las alianzas interfronterizas de negocios financieros y una menor dependencia de los sectores bancarios para reunir dinero son todas manifestaciones de los profundos efectos del euro. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Por qué creemos en el euro”, presenta una interesante visión del euro, expresada por Jürgens Schrempp, ex director general ejecutivo de DaimlerChrysler.

⁶ Algunos estudios indican que la liberalización de los mercados de capitales tiende a reducir el costo del capital. Véase, por ejemplo, Peter Henry, “Stock market liberalization, economic reform, and emerging market equity prices”, *Journal Finance*, 2000, pp. 529-564.

⁷ Robert Mundell, “Currency area, volatility and intervention”, *Journal of Policy Modeling*, núm. 22, 3, 2000, pp. 281-299.



Por qué creemos en el euro

Por Jürgen Schrempp, director general ejecutivo de DaimlerChrysler

Εν νυεστρα χομπα)ίασ, νο τενεμοσ ιντενχι (ν δε δεσπερδιχαρ νι υν σολο δ)ία παρα πονερ ελ ευρο α τραβαραρ. Ελ 1 δε ενερο δε 1999 (ελ πριμερ δ)ία δε λα νυεπα μονεδα) νυεστρα χομπα)ία σε χαμβιαρ) εντεραμεντε αλ ευρο χομο υνιδαδ δε χυεντα δε λοσ μοπιμιεντοσ ιντερνοσ ψ εξτερνοσ. Εσπεραμοσ σερ υνα δε λασ πριμερασ χομπα)ίασ χον σεδε εν Αλεμανια (θυιζ) λα πριμερα) εν αφεχτυαρ υν χαμβιο των χομπλετο. Ταμβι) ν ρεχομενδαρεμοσ α νυεστροσ προπεεδορεσ, δεντρο δε [ευρολανδια] θυε φαχτυρεν εν ευροσ δεσδε ελ πρινχιπιο. Πορ συπυεστο θυε νυεστροσ χλιεντεσ δε [ευρολανδια] τενδρ(ν λα οπχι) ν δε παγαρ εν ευροσ ο εν συ μονεδα ναχιοναλ ηαστα 2001.

Χασι τοδασ λασ γρανδεσ χομπα)ίασ ευροπεασ εστ(ν α φαπορ δε υνα σολα μονεδα. Σιν εμβαργο, χομο εν φεχηασ ρεχιεντεσ ηεμοσ χελεβραδο υνα φυσι) ν τρανσατλ(ν)ια ηιστ) ριχα χον Χηρψ)λερ Χορπ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, νοσ σεντιμοσ εσπεχιαλμεντε σιντονιζαδοσ χον λασ φυερζασ δε λα χομπετενχια γλοβαλ θυε ηαχεν θυε ελ ευρο σεα των εσενχιαλ. Παρα νυεστρα νυεπα χομπα)ία, Δαμ)λερΧηρμ)λερ ΑΓ, ψ ταντο παρα Αλεμανια, χομο παρα Ευροπα εν γενεραλ, λα υνι) ν εχον) μιχα ψ μονεταρια προδυχιρ) βνεφεχιουσ συσταντιποσ ψ δυραδεροσ μιντρασ λλεγαμοσ α οχυπαρ νυεστρο λυγαρ εν ελ μυνδο ιντερδεπενδιεντε δελ σ)γλο ΕΞΙ.

Εσοσ βνεφεχιουσ σε ματεριαλιζαρ(ν (δε ηεχηγο ψα εστ(ν οχυρριενδο) εν παριοσ τερρενοσ αλ μισμο τιεμπο. Εν πριμερ) ριμιο, ψ ελ μ(σ φυνδαμενταλ, τενεμοσ αλ πολ)ιχο. Λα μονεδα) νιχα λλεπαρ)α λοσ πα)σεσ δε Ευροπα α χοοπεραρ χαδα πεζ μ(σ εν λα β)σθυεδα δε σολυχιονεσ παρα συσ προβλεμασ εχον) μιχοσ χομυνεσ. Αλ ηαχερλο, σε ιρ(ν εντρελαζανδο χαδα πεζ μ(σ εν) ριμιοσ πολ)ιχοσ.

Αλ μισμο τιεμπο, ελ ευρο δεσαταρ) ποτεντεσ φυερζασ δελ μερχαδο θυε σιν δυδα τρανσφομαρ(ν λα φορμα δε πιπιρ ψ δε τραβαραρ δε λοσ ευροπεοσ. Αοσ α)οσ πορ πενιρ τραερ(ν υνα μαγορ εφχιενχια ψ προδυχιπιδαδ, υν ν)αελ γενεραλ δε πιδα μ(σ αλο ψ υν μενορ δεσεμπλεο. Παρα λασ εμπρεσασ, υνα μονεδα χομ) ν) δισμινυιρ) λοσ χοστοσ δε τρανσαχχι) ν, χον λο θυε σε ελιμιναν, εντρε οτρασ χοσασ, ελ δεσπερδιχο ιννεχεσαριο δε ρεχυρσοσ αλ ηαχερ οπεραχιονεσ χον παριασ μονεδασ ευροπεασ. Πορ αηορα, ηαχερ νεγοχιουσ φυερα δελ πα)σ σιγνιφικα τενερ θυε χομπραρ ψ πεν)τερ διπιασ, ασ) χομο χορρερ ελ ριεσγο δε θυε λοσ χαμβιοσ ρεπεν)τινοσ δε συσ παλορεσ ρελατιποσ πυεδα δαραρ φλοφα υνα εστρατηγια εμπρεσαριαλ θυε δε λο χοντραριο σε)α σ)ιδα. Πορ συπυεστο θυε εστοσ ριεσγοσ πυεδεν σερ προτεγιδοσ, περο σ)λο χον ελ παγο δε υν χοστο θυε, αλ φιναι) δε χυεντασ, χαργαρ(ν λοσ χλιεντεσ.

Αοσ αδμινιστραδορεσ δε λασ χομπα)ίασ νο σερ(ν λοσ) νιχοσ θυε σιενταν λασ φυερζασ δελ μερχαδο θυε δεσαταρ) ελ ευρο, σινο θυε ταμβι) ν) λασ σεντιρ(ν) λοσ λ)δερεσ πολ)ιχοσ. Αοσ αφεχυπιποσ δε λασ εμπρεσασ αχτυαλμεντε τραβαραν παρα ραχιοναλιζαρ) συσ χομ)πα)ίασ, ιν)χεμενταν λα προδυχιπιδαδ ψ μεφοραν λα φλεξιβιλιδαδ λαβοραλ. Αοσ φυνχιοναριοσ θυε οχυπαν πυεστοσ δε ελεχχι) ν, δαδο θυε αφρονταρ(ν υνα γραν χομπετενχια παρα ατραερ ιν)ερσιονεσ θυε χρεεν εμπλεοσ, χον ελ τιεμπο ρεδυχιρ(ν) λοσ ιμπυεστοσ δε λασ χομπα)ίασ ψ αχιλιζαρ(ν) λα ρεγυλαχι) ν. Αλ ηαχερλο, λοσ γοβιερ)νοσ δαρ(ν υν βυεν ιμπυλοσ α) λασ χομπα)ίασ, πορ εφεμπλο, λα ρεδυχχι) ν) δελ χοστο δελ χαπιταλ θυε σε προδυρο χυανδο λοσ πα)σεσ απρεταρον) συσ πολ)ιχοσ φισαλ)εσ ψ μονεταριασ αλ) προπαραρσε παρα ελ ΜερΧομ) ν) ευροπεο (ΜΧΕ).

Desde que finalizara la Primera Guerra Mundial, el dólar de Estados Unidos ha desempeñado el papel de moneda global dominante, desplazando a la libra esterlina. Por lo mismo, los tipos de cambio de las divisas se cotizan frente al dólar y la parte del león (emblema de Gran Bretaña) de las operaciones cambiarias involucra al dólar, sea del lado de la compra o de la venta. Asimismo, el comercio internacional de mercancías primarias, como el petróleo, el café, el trigo y el oro, opera con la utilización del dólar estadounidense como moneda para facturar. Como reflejo de la posición dominante del dólar dentro de la economía mundial, los bancos centrales del mundo tienen una parte importante de sus reservas externas en dólares. La ascendencia de esta moneda refleja varios factores fundamentales, como el tamaño dominante de la economía estadounidense, los mercados de capitales abiertos y maduros, la estabilidad de precios y el poderío político y militar de Estados Unidos. Cabe señalar que la posición de moneda global dominante que ocupa el dólar confiere a Estados Unidos muchos privilegios especiales, como la capacidad de registrar déficits comerciales sin necesidad de tener grandes reservas de divisas, es decir, “déficits sin lágrimas”, así como de realizar una parte considerable de las transacciones internacionales en dólares sin correr riesgos cambiarios. No obstante, cuando los agentes económicos empiecen a utilizar profusamente el euro como moneda de facturas, como medio y para reservas, el dólar podría tener que compartir los privilegios antes mencionados con el euro.⁸

⁸ Un estudio reciente de Eun y Lai (2002), “The power contest in FX markets: the euro vs. the dollar”, indica que a tres años de su institución, el euro ha conseguido establecer su propio bloque monetario en Europa, el cual comprende las monedas de Croacia, Eslovaquia, Eslovenia, República Checa, Hungría, Noruega, Suiza y Suecia. No obstante, el estudio arroja que el dólar de Estados Unidos todavía es la moneda global dominante. En cambio, el yen japonés no tiene su propio bloque monetario en Asia.

Εστος χαμβιος σε ρεφουερζαν υνος ατρος. Ψ, μιντρας πρενδεν, λασ χομπια)ας δε □ευρολανδια□ αδθυιρι(ν χονφιαζα παρα χομ-προμετερ ρευρσοσ εν προψηχτος δε λαργο πλαζο. Υνα οτεαδα αλα χαντιδαδ δε φυσιονες δε εμπρεσασ οχυρριδας εν α)οσ ρεχιεντες μυστρα θυε λος αδμινιστραδορες ψα ηαν αγελεραδο λα τομα δε δεχισιονες εστρα)ηγας. Ελ α)ο πασαδο, εν Ευροπα σε ρεριστραρον 237 φυσιονες, πορ υν παλορ δε 250 000 μιλλονες δε δ)λαρες, χον 25% δε τρασαχχιονες ιντερφροντεριζας ευροπεας. Πορ στρα παρτε, εν 1995, σ)λο σε χερραρον 100 οπεραχιονες, χον υν παλορ δε 168 000 μιλλονες δε δ)λαρες ψ σ)λο 17% φυερν τρασαχχιονες εντρε πα)σασ ευροπεος.

□Ευρολανδια□ σερ(υνα βασε φιρμε παρα λασ χομπια)ας θυε λυχηαν πορ χομπετιρ γλοβαλμεντε. Εν 1997, λα ποβλαχι (ν χομ-βιναδα συμαβα 290 μιλλονες, εν χομπαραχι (ν χον λος 268 μιλλονες δε Εσταδος Υνιδος ψ λος 126 μιλλονες δε θαπ(ν. Συ ΠΙΒ χομβιναδο συμαβα 6.3 βύλλονες δε δ)λαρες, εν χομπαραχι (ν χον 7.8 βύλλονες παρα Εσταδος Υνιδος ψ 4.2 βύλλονες παρα θαπ(ν. □Ευρολανδια□ ψα χομερχια χον ελ ρεστο δελ μυνδο, ταντο χομο Εσταδος Υνιδος, πορ λο θυε ελ πανοραμα χαμβιαρ(α φαπορ δε Ευροπα ταν προντο χομο ελ Ρεινο Υνιδο ψ οτροσ πα)σασ θυε νο σε ηαν ινχορποραδο αλα πριμερα ολα ινγρεσεν αλα υνι (ν μονεταρια. Εστε ηεχηο σερ(βιενφενιδο ψ, χυανδο αντες, μεφορ.

Λανζαρ ελ νυεπο ευρο εσ υνα χοσα ψ αδμινιστραρ χον (ξίτο ελ προχεσο δελ ΜΧΕ εν λος πρ(ξίμοσ α)οσ εσ στρα μυψ διφερεντε. Λα ιμπλανταχι (ν πλαντα γρανδες δεσαφ)οσ. Αλγυνοσ σερ(ν δε ορδεν τ)χνιχο, οτροσ τενδρ(ν θυε παρ χον μαντενερ λα υνιδαδ δε προπ(σιτω εντρε υν γρυπο μυψ διπερσο δε ναχιονες, ρεγιονες, πυεβλος ψ χυλπρασ. Νο οβσταντε, πιενσο θυε Ευροπα τιενε υνα πολυνταδ πολ)πχα ινθυεβρανταβλε ψ λα εξπεριενχια φινανχηρα νεχεσρια πα-ρα εσπαρ θυε εστα εμπρεσα σε δεσχαρριλε.

Υνα γραν αγυδα σερ((χομο βιεν σαβεμοσ εν ΔαμιλερΧηρησ-λαρ) θυε αλγυνοσ δε λος βενεφχιος σεαν ινμεδιατοσ ψ επιδεντες.

Εν λα αγτυαλιδαδ, ελ γρυπο γενερα υνα τερχερα παρτε δε συσ ινγρε-σοσ εν μαρχοσ αλεμανες, περο χοντραε χασι τρεσ χυαρτασ παρτες δε λος χοστος εν εσα μονεδα. Εστο διφηγλα μυχηο λα πλανεαχι (ν ψ χομπιλα λα αδμινιστραχι (ν δε λα χομπια)α. Σιν εμβαργο, χον λα λλεγαδα δελ ευρο, λα διασπαριδαδ εντρε λος χοστος ψ λος ινγρε-σοσ εν μαρχοσ αλεμανες διςμινυιρ(. Α παρτιρ δε ενερο, 50% δε νυεστροσ ινγρεσοσ σερ(ν εν ευροσ ψ 80% δε λος χοστος χοντρα)δοσ σερ(ν εν λα μισμα μονεδα.

□Χ(μο αφεχταρ(ελ ευρο νυεστρα χαπαχιδαδ παρα χομπετιρ εν Εσταδος Υνιδος ψ α νυεστρο πρινχιπαλ μερχαδο δε εξπορτα-χι (ν φυερα δε λα ΥΕ? Εν υνα παλαβρα ποσιτισάμεντε. Υνα μαγορ προδυχιπιδαδ ψ υνα μονεδα □δομ)στιχα□ εσταβλε νοσ περμιτιρ(μαντενερ υνα εστρυχωρα χομπετιτισά δε πρεχιος. Λα σολιδεζ α λαργο πλαζο δε νυεστρασ πρ(χτιχασ εμπρεσαριαλεσ εσ υν πυντο θυε νυεστροσ χλιεντες εσταδουνιδενσεσ αφορα απρεχιαν μυχηο.

Υν λ)τιμο πυντο. Γραχιασ αλ μερχαδο (νιχο ψ αλα ιντροδυχι (ν ινμινεντε δε υνα σολα μονεδα, Ευροπα ηα μαδυραδο ταντο πο-λ)τιχα χομο εχον (μιχαμεντε. ΔαμιλερΧηρησλερ, χομο υν ιμπορ-ταντε αγχορ τρασατλ)νιχο, αφορα εστ(εν ποσιχι (ν δε χομυνιχαρ υν μενσαφε ιμπορταντε α συσ σοχιος χομερχιαλεσ εν εσε οτρο γραν μερχαδο θυε τιενε υνα σολα μονεδα: Εσταδος Υνιδος. Αλ τραβα-φορ πορ μεδιο δε λα Οργανιζαχι (ν Μυνδιαλ δε Χομερχιο ψ οτροσ γρυποσ, ελ ορβε ηα προγρεσαδο ηαχια υν χομερχιο λιβρε ψ φυστο χον ελ τρανσχυρο δε λος α)οσ. Αφορα, φυντος δεβεμοσ εστυδιαρ λασ οπορτυνιδαδες παρα ελιμυναρ αλγυνοσ δε λος οβστ(χυλος παρα ελ χομερχιο θυε τοδα)α ρεστα εντρε Ευροπα ψ Εσταδος Υνιδος. Λοσ βενεφχιαριοσ σερ(ν λος χονσυμιδορες δε λος δοσ λαδοσ δελ Ατλ)νιχο.

Φυεντε: Νεωσσοεεκ, ν |μερο εσπεχιαλ, ινπιερνο δε 1998, π. 38. Ρεπροδυ-χιδο χον αυτοριζαχι (ν.

Liberalización del comercio e integración económica

El comercio internacional, que ha sido el nexo tradicional entre las economías, continúa en expansión. Como muestra la figura 1.3, la proporción de las exportaciones de mercancías al PIB mundial ha incrementado de 7.0% en 1950 a 20.0% en 2003. Esto implica que, durante el mismo periodo, el comercio internacional se incrementó casi tres veces tan rápido como el PIB mundial. En el caso de algunos países, el comercio internacional creció a una velocidad mucho mayor; en Alemania, la proporción pasó de 6.2 a 31.1%, mientras que en Corea creció de 1.0 a 32.6% durante el mismo periodo. Algunos países de Latinoamérica, como Argentina, Brasil y México tenían proporciones relativamente bajas de exportaciones al PIB. Por ejemplo, en 1973 la proporción de exportaciones al PIB fue de 2.1% en Argentina, 2.6% en Brasil y 2.2% en México. Esto refleja las políticas económicas proteccionistas dirigidas al interior que aplicaban anteriormente estos países. Ahora, incluso estos países que fueran proteccionistas aplican políticas de libre mercado y economía abierta cada vez más, debido a las ganancias que se derivan del comercio internacional. En 2003, la proporción de exportaciones al PIB fue de 22.8% en Argentina, 14.8% en Brasil y 26.3% en México.

El principal argumento a favor del comercio internacional parte de la **teoría de la ventaja comparativa**, que fuera planteada por David Ricardo en su obra seminal, *Principios de economía política* (1817). Según Ricardo, cuando los países se especializan en la producción de aquellos bienes que pueden realizar con más eficiencia y los intercambian entre sí, entonces obtendrán beneficios recíprocos. Suponga que Inglaterra produce textiles con gran eficiencia, mientras que Francia produce vino con gran eficiencia también. Así, tiene sentido que Inglaterra se especialice en la producción de textiles y que Francia lo haga en la producción de vino, y que los dos países intercambien sus productos. Por ello, los dos podrán incrementar su producción combinada de textiles y de vino, lo que a su vez permitirá que ambos países consuman

ILUSTRACIÓN 1.3

Perspectiva de la apertura a largo plazo
(Exportaciones de mercancías/PIB a precios de 1990, en porcentajes)

| Παίς | 1870 | 1913 | 1929 | 1950 | 1973 | 2003 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|
| Εςταδος Υνιδος | 2.5 | 3.7 | 3.6 | 3.0 | 5.0 | 6.5 |
| Χαναδ(| 12.0 | 12.2 | 15.8 | 13.0 | 19.9 | 33.4 |
| Αυςτραλία | 7.4 | 12.8 | 11.2 | 9.1 | 11.2 | 13.5 |
| Ρεινο Υνιδο | 12.0 | 17.7 | 13.3 | 11.4 | 14.0 | 17.2 |
| Αλεμανια | 9.5 | 15.6 | 12.8 | 6.2 | 23.8 | 31.3 |
| Φρανγια | 4.9 | 8.2 | 8.6 | 7.7 | 15.4 | 20.3 |
| Εςπα(α | 3.8 | 8.1 | 5.0 | 1.6 | 5.0 | 19.0 |
| Θαπ(ν | 0.2 | 2.4 | 3.5 | 2.3 | 7.9 | 10.4 |
| Χορεα | 0.0 | 1.0 | 4.5 | 1.0 | 8.2 | 32.6 |
| Ταλανδια | 2.1 | 6.7 | 6.6 | 7.0 | 4.5 | 54.6 |
| Αργεντινα | 9.4 | 6.8 | 6.1 | 2.4 | 2.1 | 22.8 |
| Βρασιλ | 11.8 | 9.5 | 7.1 | 4.0 | 2.6 | 14.8 |
| Μ(ξιχο | 3.7 | 10.8 | 14.8 | 3.5 | 2.2 | 26.3 |
| Μυνδο | 5.0 | 8.7 | 9.0 | 7.0 | 11.2 | 20.0 |

Φοιντε: Διπερσοσ ν |μεροσ δε Γωρλδ Φινανγιαλ Μαρκετα, θΠ Μοργαν ε Ιντερνατιοναλ Φινανγιαλ Στατιστια, ΦΜΙ.

mayor cantidad de los dos bienes. Continúa la validez de este argumento incluso cuando un país puede producir los bienes con mayor eficiencia que otro.⁹ La teoría de Ricardo tiene una clara implicación política: *la liberalización del comercio internacional mejorará el bienestar de los habitantes del mundo*. Es decir, el comercio internacional no es un juego “suma cero”, en el cual un país se beneficia a expensas de otro, como sostenía la posición de los “mercantilistas”. Por el contrario, el comercio internacional podría ser un juego con una “suma creciente”, en el cual todos los jugadores serán ganadores.

La teoría de la ventaja competitiva no es enteramente inmune a ciertas críticas muy válidas, sin embargo no deja de plantear un sólido razonamiento a favor del fomento del libre comercio entre los países. Hoy, el comercio internacional se liberaliza incluso más, tanto en el ámbito global como en el regional. En el ámbito global, el **Acuerdo General para el Comercio y los Aranceles (General Agreement on Tariffs and Trade, GATT)**, que encarna un acuerdo multilateral entre los países firmantes, ha tenido un papel central en el desmantelamiento de las barreras para el comercio internacional. Desde su creación en 1947, el GATT ha conseguido la eliminación y reducción gradual de los aranceles, los subsidios, las cuotas y otros obstáculos para el comercio. La ronda más reciente de pláticas, que tuvo lugar en 1986 (conocida como la Ronda de Uruguay) determinó (1) disminuir los aranceles sobre importaciones en todo el mundo 38% en promedio, (2) incrementar la proporción de productos libres de impuestos aduanales de 20% a 44% en los países industrializados y (3) extender las reglas del comercio mundial para que abarquen la agricultura, los servicios como la banca y los seguros, así como los derechos de propiedad intelectual. Asimismo, creó la **Organización Mundial de Comercio (OMC)** como organismo que reemplazaría al GATT. La Organización Mundial de Comercio tiene más facultades para imponer el cumplimiento de las reglas del comercio internacional. En fechas recientes, China ingresó a la OMC y su adhesión a dicha organización incluso legitimará más la idea del libre comercio.

Inspirada por las políticas pragmáticas de Deng Xiaoping, es decir “enriquecerse es glorioso”, China empezó a instituir reformas económicas orientadas al mercado hacia finales de la década de 1970. Desde entonces, la economía china ha crecido a gran velocidad, con frecuencia a la asombrosa tasa de 10% anual, en el proceso ha sacado de la pobreza a muchos millones de sus habitantes. El impresionante crecimiento económico de China se ha impulsado por el floreciente comercio internacional y por la inversión extranjera directa. A su vez, los recursos naturales, los bienes de capital y las tecnologías que demanda China han apoyado las exportaciones del resto del mundo a ese país. En años recientes, la India, al igual que China, ha abierto su economía y ahora atrae la inversión extranjera. La India ha instituido sus reformas orientadas

www.wto.org/

El sitio web de la Organización Mundial de Comercio incluye noticias y datos sobre el desarrollo del comercio internacional.

⁹ Véase al apéndice 1A que contiene una explicación detallada de la teoría de la ventaja comparativa.

al mercado desde principios de la década de 1990, y ha desmantelado gradualmente el *license-radj*, o el sistema de cuotas, en todos los ámbitos económicos y fomenta la iniciativa privada. Como es bien sabido, la India ha surgido como el centro más importante para la subcontratación de servicios de tecnología informática (TI), de apoyo “de segundo nivel”, así como de funciones de investigación y desarrollo. Las enormes ofertas de trabajadores, altamente capacitados y disciplinados, de China y la India que alterarán, seguramente, la estructura de la economía mundial de forma muy importante. En términos de poder adquisitivo, China ya es la segunda economía del mundo, por tamaño ya está después de la de Estados Unidos. Por otra parte, la India es la cuarta economía mundial, después de Japón. Es probable que la importancia de China y la India aumente más, en consecuencia, estos dos países alterarán profundamente el patrón de la producción, el comercio y la inversión internacionales.

www.lib.berkeley.edu/GSSI/eu.html

La biblioteca de la Universidad de California en Berkeley proporciona una guía de sitios web con información sobre la Unión Europea.

En el ámbito regional, se han celebrado tratados formales entre países con el propósito de fomentar la integración económica. La **Unión Europea (UE)** es un ejemplo de primera. La Unión Europea es descendiente directa de la Comunidad Europea (antes la Comunidad Económica Europea), que fue creada para fomentar la integración económica de los países de Europa Occidental. Actualmente, los 25 estados que pertenecen a la UE han suprimido las barreras para el libre flujo de bienes, capital y personas. Los miembros de la UE esperan que esta medida fortalezca su posición económica ante Estados Unidos y Japón. En enero de 1999, 11 de los países que pertenecen a la UE adoptaron una sola moneda común (el euro), la cual rivalizará con el dólar de Estados Unidos como moneda dominante en el comercio y la inversión internacionales. Grecia ingresó al club del euro en enero de 2001. El lanzamiento del euro ha desatado la carrera de las compañías europeas en busca de alianzas paneuropeas y globales. Las operaciones de fusiones y adquisiciones (FyA) celebradas en Europa sumaron 1.2 billones de dólares en 1999, cifra que superó, por primera vez, a las mismas operaciones estadounidenses.

Si bien la unión económica y monetaria proyectada por la UE es una de las formas más avanzadas de integración económica, lo más importante es la zona de libre comercio. En 1994, Canadá, Estados Unidos y México celebraron el **Tratado de Libre Comercio para América del Norte (TLCAN, North American Free Trade Agreement, NAFTA)**. Canadá es el mayor socio comercial de Estados Unidos y México es el tercero. En una zona de libre comercio, los miembros eliminan todos los impedimentos para el comercio, como los aranceles y las cuotas de importación. Los términos del TLCAN establecen que los aranceles se eliminarán por fases durante un periodo de 15 años. Muchos observadores piensan que el TLCAN fomentará un mayor comercio entre sus miembros, el cual dará por resultado un incremento en el número de empleos y en el nivel de vida de los países miembros. En la ilustración 1.3 es interesante observar que, en el caso de México, la proporción de exportaciones al PIB ha incrementado enormemente, de 2.2% en 1973 a 26.3% en 2002. Este notable incremento en la tendencia de México hacia el comercio se podría atribuir al TLCAN.

Privatización

La integración económica y la globalización que iniciaron en la década de 1980 se aceleraron en la de 1990 por vía de la privatización. Un país se desprende de la propiedad y operación de una empresa mercantil, a través de la *privatización*, y la pone en manos del sistema de libre mercado. La privatización no se inició con la caída del Muro de Berlín, pero su ritmo se ha acelerado mucho desde entonces con la caída del comunismo en los países del bloque oriental. Es irónico que el mismísimo sistema político y económico que hace poco tiempo alababa las virtudes de las empresas paraestatales, ahora cambié tan drásticamente hacia el capitalismo, al despojarse de las empresas operadas por el Estado. Calvin Coolidge, quien fuera presidente de Estados Unidos, alguna vez expresó que el negocio de Estados Unidos son los negocios. Ahora cabría decir que los negocios son el negocio del mundo.¹⁰

La privatización se puede ver desde muchas ópticas. En cierto sentido es un proceso de desnacionalización. Cuando un gobierno nacional se despoja de las empresas del Estado cede parte de su identidad nacional. Es más, si los nuevos propietarios son extranjeros, el país podría verse en la importación, al mismo tiempo, de influencias culturales que no existían antes. Con frecuencia, se considera que la privatización es el medio que lleva al fin. Un beneficio de la

¹⁰ En esta subsección, nuestra explicación se funda en la sección especial “World Business”, de *The Wall Street Journal* del 2 de octubre de 1995, titulada “Sale of the century”.

privatización para muchos países menos desarrollados es que la venta de las empresas propiedad del Estado lleva a las arcas nacionales reservas de divisas en moneda dura. El producto de la venta se suele utilizar para efectuar pagos que disminuyan la deuda externa nacional que ha tenido enorme peso en la economía. Además, la privatización con frecuencia es vista como un remedio para la ineficiencia y el desperdicio burocráticos; algunos economistas estiman que la privatización mejora la eficiencia y disminuye los costos de operación hasta en 20 por ciento.

El camino para privatizar las empresas del Estado no es sólo uno. Al parecer, lo que guía la acción son los objetivos que prevalecen en el país. En el caso de la República Checa, la velocidad fue el factor primordial. Para realizar la privatización en masa, el gobierno checo, en esencia, entregó sus empresas a su pueblo. Por una cantidad nominal, el gobierno vendía talones que permitían a los checos presentar ofertas por las empresas que eran rematadas en subasta. De 1991 a 1995 más de 1 700 empresas fueron a dar a manos de particulares. Es más, tres cuartas partes de los habitantes del país se convirtieron en accionistas de estas empresas recién privatizadas.

En Rusia se ha registrado un viraje “irreversible” hacia la iniciativa privada, según dice el Banco Mundial. Más de 80% de los obreros del país ahora trabajan en el sector privado. Once millones de unidades departamentales se han privatizado, al igual que la mitad de las 240 000 empresas privadas del país. Además, con un sistema de talones al estilo checo, ahora 40 millones de rusos tienen acciones de más de 15 000 compañías, entre medianas y grandes, que fueron privatizadas hace poco por medio de subastas masivas de estas empresas que eran propiedad del Estado.

En algunos países, la privatización ha significado globalización. Por ejemplo, para conseguir la estabilidad fiscal, Nueva Zelanda tuvo que abrir su economía, que hasta entonces era socialista, al capital extranjero. Los inversionistas australianos ahora controlan sus bancos mercantiles y las empresas estadounidenses compraron la compañía telefónica nacional y algunas explotaciones madereras. Si bien los derechos de los trabajadores han cambiado con la economía capitalista y la iniciativa privada extranjera, Nueva Zelanda ahora ocupa un lugar muy alto entre los entornos de los mercados más competitivos. También ha conseguido la estabilidad fiscal. En 1994, la economía de Nueva Zelanda creció a un ritmo de 6% y la inflación estaba controlada. La experiencia de Nueva Zelanda nos deja ver que la privatización ha alentado un incremento enorme en la inversión extranjera.

Las compañías multinacionales

Además del comercio internacional, la inversión extranjera directa de las CMN es una fuerza importante que impulsa la globalización de la economía mundial. Según un informe de las Naciones Unidas, en el mundo hay alrededor de 60 000 CMN, con más de 500 000 filiales en el extranjero.¹¹ A lo largo de la década de 1990, la inversión extranjera directa de las CMN creció a un ritmo anual de 10%. En cambio, el comercio internacional creció a un ritmo de 3.5% durante ese mismo periodo. Las ventas mundiales de la CMN sumaron 11 billones de dólares en 1998, en comparación con unos 7 billones de dólares que registraron las exportaciones mundiales ese mismo año.¹² Como explica el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Las multinacionales son más eficientes”, éstas reconfiguran ahora la estructura de la economía mundial.

Una **compañía multinacional (CMN)** es una sociedad mercantil constituida en un país que tiene operaciones de producción y ventas en varios países más. El nombre sugiere que una empresa obtiene materias primas en un mercado nacional y capital financiero en otro, que produce bienes con el trabajo y el equipo de capital de un tercer país, y que vende su producto terminado en los mercados de otros países más. De hecho, algunas CMN tienen operaciones en decenas de países. Para financiar sus operaciones, las CMN obtienen financiamiento de los grandes centros de dinero de todo el mundo y en muchas monedas diferentes. Las operaciones globales obligan a las tesorerías a establecer relaciones bancarias internacionales, a colocar fondos a corto plazo en diferentes tipos de moneda y a manejar eficazmente el riesgo cambiario.

¹¹ La fuente de esta información es el *World Investment Report 1999* de las Naciones Unidas.

¹² *Idem*.

ILUSTRACIÓN 1.4

Las primeras 40 CMN del mundo clasificadas por activos extranjeros, en 2002 (cifras en miles de millones de dólares)

| Κλασιφίχα- χι (ν πορ αχτιπος εξτρανφεροσ | Χομπα)ί α | Παίς | Ινδυστρια | Αχτιπος | | ζεντας | |
|---|--------------------------------|------------------------------|--------------------------------|-------------------|-------|-------------------|-------|
| | | | | Εν ελ εξτεριορ | Τοπαλ | Εν ελ εξτεριορ | Τοπαλ |
| 1 | Γενεραλ Ελεχτριχ | Εσταδος Υνιδος | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 229.0 | 575.2 | 45.4 | 131.7 |
| 2 | ζοδαφονε Γρουπ ΠΛΧ | Ρεινο Υνιδο | Τελεχομυνιχαχιονεσ | 207.6 | 232.8 | 33.6 | 42.3 |
| 3 | Φορδ Μοτορ Χο. | Εσταδος Υνιδος | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 165.0 | 295.2 | 54.5 | 163.4 |
| 4 | Βριτσιη Πετρολευμ Χο. ΠΛΧ | Ρεινο Υνιδο | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 121.1 | 159.1 | 146.0 | 180.2 |
| 5 | Γενεραλ Μοτορσ | Εσταδος Υνιδος | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 107.9 | 370.8 | 48.1 | 186.8 |
| 6 | Γρυπο Ρομάλ Δυτχιη/ Σηελλ | Ρεινο Υνιδο/ Παίσεσ Βαφοσ | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 94.4 | 145.4 | 114.3 | 179.4 |
| 7 | Τομσοτα Μοτορ Χορπορατιον | Θαπ (ν | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 79.4 | 167.3 | 72.8 | 127.1 |
| 8 | Τοταλ Φιναλ Ειφ | Φρανχια | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 79.0 | 89.4 | 77.5 | 97.0 |
| 9 | Φρανχε Τελεχομ | Φρανχια | Τελεχομυνιχαχιονεσ | 73.5 | 111.7 | 18.2 | 44.1 |
| 10 | Εξξον Μοβίλε Χορπορατιον | Εσταδος Υνιδος | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 60.8 | 94.9 | 141.3 | 200.9 |
| 11 | Γρυπο ζολκσβαγεν | Αλεμανια | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 57.1 | 114.1 | 59.7 | 82.2 |
| 12 | Ε.Ον | Αλεμανια | Ελεχτριχιδαδ, γασ ψ αγυα | 52.3 | 118.5 | 13.1 | 35.1 |
| 13 | Γρυπο ΡΩΕ | Αλεμανια | Ελεχτριχιδαδ, γασ ψ αγυα | 50.7 | 105.1 | 17.6 | 44.1 |
| 14 | ζιπενδι Υνιπερσαλ | Φρανχια | Μεδιοσ | 49.6 | 72.7 | 30.0 | 55.0 |
| 15 | Χηεπερον Τεξαχο Χορπορατιον | Εσταδος Υνιδος | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 48.5 | 77.3 | 55.1 | 98.7 |
| 16 | Ηυτχιησον Ωηαμποα Λιμιτεδ | Χηινα, Ηονγ Κογγ | Διπερσασ | 48.0 | 63.3 | 8.1 | 14.2 |
| 17 | Σιεμενσ ΑΓ | Αλεμανια | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 47.5 | 76.5 | 50.7 | 77.2 |
| 18 | Ελεχτριχιδ δε Φρανχε | Φρανχια | Ελεχτριχιδαδ, γασ ψ αγυα | 47.4 | 151.8 | 12.6 | 45.7 |
| 19 | Φιατ Σπα | Ιταλια | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 46.2 | 97.0 | 24.6 | 52.6 |
| 20 | Ηονδα Μοτορ Χο Λτδ | Θαπ (ν | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 43.6 | 63.8 | 49.2 | 65.4 |
| 21 | Νεωσ Χορπορατιον | Αυστραλια | Μεδιοσ | 40.3 | 45.2 | 16.0 | 17.4 |
| 22 | Γρυπο Ροχηε | Συιζα | Φαρμαχίυτιχα | 40.2 | 46.2 | 18.8 | 19.2 |
| 23 | Συεζ | Φρανχια | Ελεχτριχιδαδ, γασ ψ αγυα | 38.7 | 44.8 | 34.2 | 43.6 |
| 24 | ΒΜΩ ΑΓ | Αλεμανια | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 37.6 | 58.2 | 30.2 | 40.0 |
| 25 | Γρυπο Ενι | Ιταλια | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 37.0 | 69.0 | 22.8 | 45.3 |
| 26 | Νεστλ ΣΑ | Συιζα | Αλιμεντοσ ψ βεβιδασ | 36.1 | 63.0 | 34.9 | 57.5 |
| 27 | ΔαμλερΧηρησλαρ ΑΓ | Αλεμανια/Εσταδος Υνιδος | ζεηχυλοσ δε μοτορ | 35.8 | 196.4 | 46.1 | 141.5 |
| 28 | Τελαφ (νιχα ΣΑ | Εσπα)α | Τελεχομυνιχαχιονεσ | 35.7 | 71.3 | 11.3 | 26.9 |
| 29 | ΙΒΜ | Εσταδος Υνιδος | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 35.0 | 96.5 | 48.4 | 81.2 |
| 30 | ΧονοχοΙηίλιποσ | Εσταδος Υνιδος | Πετρ (ίλο (εξπλ/ρεφ/διστρ) | 32.1 | 76.8 | 10.1 | 56.7 |
| 31 | Ωαλ-Μαρτ Στορεσ | Εσταδος Υνιδος | ζεντας μινοριστασ | 30.7 | 94.7 | 40.8 | 244.5 |
| 32 | Σονη Χορπορατιον | Θαπ (ν | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 29.8 | 69.5 | 42.9 | 61.3 |
| 33 | Χαρρεφορ ΣΑ | Φρανχια | ζεντας μινοριστασ | 28.6 | 40.8 | 31.8 | 65.0 |
| 34 | Ηεωλετ-Ποακαρδ | Εσταδος Υνιδος | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 28.2 | 70.7 | 33.3 | 56.6 |
| 35 | ΑΒΒ | Συιζα | Μαθυνιαρια ψ εθυιπο | 28.2 | 29.5 | 17.1 | 18.3 |
| 36 | Υνιεπερ | Ρεινο Υνιδο/ Παίσεσ Βαφοσ | Διπερσασ | 27.9 | 46.8 | 27.6 | 46.1 |
| 37 | Πηίλιποσ Ελεχτρονιχσ | Παίσεσ Βαφοσ | Εθυιπο ελχτριχο ψ ελεχτρ (νιχο | 27.9 | 33.8 | 28.7 | 30.1 |
| 38 | Νοσαριασ | Συιζα | Φαρμαχίυτιχα | 25.9 | 45.6 | 20.6 | 20.9 |
| 39 | Απεντισ ΣΑ | Φρανχια | Φαρμαχίυτιχα | 23.8 | 32.6 | 14.8 | 19.5 |
| 40 | ΑΟΛ Τιμε Ωαρνερ Ινχ | Εσταδος Υνιδος | Μεδιοσ | 23.5 | 115.5 | 8.3 | 41.0 |

Φυεντε: Ωορλδ Ινβεστικμεντ Ρεπορτ 2004, Ναχιονεσ Υνιδασ.

mientos tecnológicos y administrativos globalmente con un mínimo de costos adicionales, etc. Es más, las CMN utilizan su presencia global para sacar provecho de la mano de obra barata que ofrecen ciertos países en desarrollo y tienen acceso a las capacidades especiales de IyD que existen en los países extranjeros avanzados. De hecho, las CMN impulsan su presencia global para incrementar sus márgenes de utilidad y para crear valor para los accionistas.

RESUMEN

Este capítulo proporciona una introducción a *Administración financiera internacional*.

1. Es esencial estudiar administración financiera “internacional” porque vivimos en una economía mundial sumamente globalizada e integrada. Gracias a la *a)* continua liberalización del comercio y la inversión internacional y *b)* los veloces avances en las tecnologías de telecomunicaciones y transporte, la economía mundial se integrará incluso más.
2. Tres dimensiones centrales diferencian las finanzas internacionales de las nacionales, a saber: *a)* los riesgos políticos y cambiarios, *b)* las imperfecciones de los mercados y *c)* la expansión del conjunto de oportunidades.
3. Los administradores financieros de las CMN deben aprender a manejar los riesgos políticos y cambiarios mediante los instrumentos y las herramientas debidas, lidiar (y aprovechar) con las imperfecciones de los mercados y sacar provecho de la expansión de oportunidades para la inversión y el financiamiento. Al hacerlo, los administradores financieros contribuirán a maximizar el patrimonio de los accionistas, que es la meta última de la administración financiera internacional.
4. La teoría de la ventaja comparativa explica que el bienestar económico mejorará si los países producen los bienes en los que tienen ventajas comparativas y, después, intercambian esos bienes. La teoría de la ventaja comparativa proporciona un potente razonamiento a favor del libre comercio. En la actualidad, el comercio internacional se liberaliza en el ámbito global y también en el regional. En el ámbito global, la OMC desempeña un papel central en la promoción del libre comercio. En el ámbito regional, la Unión Europea y el TLCAN desempeñan un papel vital para dismantelar las barreras para el comercio dentro de sus regiones.
5. Una gran tendencia económica en la década actual es el veloz ritmo con el cual se privatizan las empresas que fueran propiedad del Estado. Con la caída del comunismo, muchos países del Bloque Oriental empezaron a deshacerse de negocios mercantiles ineficientes que el Estado había administrado. La privatización ha impuesto un nuevo reto a los mercados de capital internacionales para que financien la compra de las que fueran empresas paraestatales y también ha creado una demanda de nuevos administradores que cuenten con habilidades para los negocios internacionales.
6. Actualmente, lo que proporciona la ventaja comparativa entre un país y otro no es el país en el que se encuentra la ventaja comparativa en sí, sino el elemento que controla el capital y el conocimiento. Estos elementos que controlan capital y tecnología son las compañías multinacionales (CMN). Hoy en día, no es raro que una CMN produzca mercancía en un país, con equipo y capital financiado por fondos reunidos en diversas monedas, por medio de la emisión de valores para inversionistas de muchos países y que, después, venda los productos terminados a clientes en otros países más.

TÉRMINOS CLAVE

| | | |
|---|---|--|
| Acuerdo General de Aranceles y Comercio (GATT), 4 | expansión del conjunto de oportunidades, 7 | privatización, 15 |
| Banco Central de Europa, 11 | Gobierno corporativo, 9 | riesgo cambiario, 5 |
| compañía multinacional (CMN), 16 | imperfecciones del mercado, 6 | riesgo político, 6 |
| dominio de operaciones, 11 | maximización del patrimonio de los accionistas, 8 | teoría de la ventaja comparativa, 13 |
| economía mundial integrada y globalizada, 4 | Organización Mundial de Comercio (OMC), 14 | Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), 15 |
| | | Unión Europea (UE), 15 |

CUESTIONARIO

1. ¿Por qué es importante estudiar administración financiera internacional?
2. ¿Cuál es la diferencia entre la administración financiera internacional y la nacional?
3. Explique tres tendencias centrales que han prevalecido en los negocios internacionales durante los pasados veinte años.
4. ¿Cómo mejora el bienestar económico de un país el libre comercio internacional de bienes y servicios?
5. ¿Qué consideraciones podrían limitar el grado de realismo de la teoría de la ventaja comparativa?
6. ¿Qué son las compañías multinacionales (CMN) y qué papel desempeñan en la economía?
7. Ross Perot, ex candidato a la presidencia de Estados Unidos por el Partido de la Reforma (un tercer partido político del país) se había opuesto decididamente a la creación del Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLCAN), que de cualquier manera fue celebrado en 1994. Perot temía que se perderían empleos estadounidenses que irían a parar a México, donde es mucho más barato contratar a los trabajadores. ¿Qué ventajas y desventajas tiene la posición de Perot respecto al TLCAN? Si tomamos en cuenta los recientes hechos económicos ocurridos en América del Norte, ¿cómo calificaría usted la posición de Perot ante el TLCAN?
8. En 1995, la Confederación de la Industria Francesa (CNPF) y la Asociación Francesa de Sociedades Privadas (AFEP) constituyeron un grupo de trabajo, formado por directores generales ejecutivos franceses, para que estudiaran la estructura del gobierno corporativo en las compañías francesas. El grupo, entre otras cosas, reportó que: “El consejo de administración no se debería concentrar simplemente en maximizar el valor de la acción, como en el Reino Unido y Estados Unidos. Por el contrario, su meta debería ser servir a la compañía, cuyos intereses deberían quedar claramente diferenciados de los de sus accionistas, empleados, acreedores, proveedores y clientes, pero siempre equilibrados con su interés general común, que es salvaguardar la prosperidad y la continuidad de la compañía.” Evalúe esta recomendación del grupo de trabajo.¹³
9. Para subrayar la importancia de cumplir voluntariamente con las leyes, en lugar de que sean impuestas, después de escándalos de compañías como los que involucraron a Enron y WorldCom, George W. Bush, presidente de Estados Unidos, dijo que si bien leyes más duras servirían de algo, “al final de cuentas, la ética de las empresas estadounidenses depende de la conciencia de los líderes empresariales del país”. Exponga su opinión sobre esta afirmación.
10. Suponga que le interesa invertir en acciones de la compañía Nokia de Finlandia, que es líder mundial en comunicación inalámbrica. Sin embargo, antes de tomar la decisión de invertir, le gustaría saber más de la compañía. Visite el sitio web de CNN Financial Network (money.cnn.com) y recabe información sobre Nokia, incluso el historial reciente del precio de las acciones y las opiniones de analistas sobre la compañía. Explique lo que haya averiguado de la compañía y también cómo el acceso inmediato a la información por vía de internet afecta a la naturaleza y el funcionamiento de los mercados financieros.

EJERCICIOS DE INTERNET

1. Visite los sitios web de la compañía Nestlé, una de las compañías más multinacionales del mundo, y estudie el alcance de la diversificación geográfica de sus ventas y sus ingresos. Asimismo, recabe y evalúe la información financiera de la compañía obtenida de sitios web afines. Puede utilizar buscadores como Netscape, Microsoft Internet Explorer y Yahoo.

¹³ Esta pregunta se basa en un artículo de François Degeorge, “French boardrooms wake up slowly to the need for reform”, en Complete MBA Companion in Global Business, *Financial Times*, 1999, pp. 156-160.

MINICASO**Nike y la explotación de los trabajadores.**

Νικε, λα χομπα)ά θυε τιενε συ σεδε εν Βεαθερτον, Ορεγον, εσ υν □πεσο πεσαδο□ εν λα ιν-δυστρια δε ροπα δε μοδα ψ χαλζαδο δεπορτιπσο, χον πεντας ανυαλεσ θυε πασαν δε λος 12 000 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ, δε λος χαλασ μ(σ δε λα μιταδ προπιεεν δε φερα δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Εν 1964, Πηιλ Κνιγητ, υν χονταδορ π(βλιχο δε Πριχε Ωατερηουσε, ψ Βιλλ Βοωερμαν, υν εντρενα-δορ υνιπερσιταριο δε πιστα ψ χαμπο, χοφυνδαρον λα χομπα)ά εν λα θυε ινπιρτιερον, χαδα υνο, 500 δ(λαρεσ παρα εμπεζαρ. Αλ πρινχιπιο λα εμπρεσα σε λαμι(Βλυε Ριββον Σπορτσ ψ χαμβι(συ νομβρε α Νικε εν 1971, αδεμ(σ δε αδοπταρ ελ λογοτιπο δε λα □παλομιτα□ ρεχονοιδο εν τοδο ελ μυνδο ψ φυε δισε)αδο πορ υν εστυδιαντε υνιπερσιταριο θυε χοβρ(35 δ(λαρεσ. Νικε σε χονπιρ(εν τοδο υν(ξιτο αλ δισε)αρ ψ προμοπερ εν φορμα μασισα προδυχτοσ απραχαπσο χομο Αιρ Θορδαν, ελ ζαπατο δεπορτιπο θυε μ(σ σε ηαμα πενδιδο εν λα ηιστορια.

Νικε νο χυεντα χον ισταλαχιονεσ προδυχτιπασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Λα χομπα)ά φαβριχα συ χαλζαδο ψ συσ πρενδασ δεπορτιπασ εν πα(σεσ δε Ασια χομο Χηνα, Ινδονεσια ψ ριενταμ, πορ μεδιο δε λα συβχοντραχα((ν, ψ πενδε συσ προδυχτοσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ εν λος μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ. Εν χαδα υνο δε λος πα(σεσ ασι(τιχοσ εν λος θυε Νικε τιενε ισταλαχιονεσ προδυχτιπασ λασ τασσ δε δεσεμπλεο ψ δε συβεμπλεο σον μυψ ελεπαδασ. Λοσ σαλαριοσ θυε σε παγαν εν εσοσ πα(σεσ σον μυψ βαροσ εν χομπαραχι(ν χον λος δε Εσταδοσ Υνιδοσ; ελ σαλαριο πορ ηορα εν ελ σεχτορ μανυφαχτυρερο εν χαδα υνο δε εσοσ πα(σεσ νο λλεγα α υν δ(λαρ, εν χομ-παρραχι(ν χον λος 20 δ(λαρεσ θυε σε παγαν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Αδεμ(σ, λος τραβαραιορεσ δε διχηοσ πα(σεσ χον φρεχυενχια λαβοραν εν εντορνοσ δετεριοραδοσ ε ισαλυβρεσ ψ συσ δερεχηοσ νο εστ(ν παρτιχυλαρμεντε βιεν προτεγιδοσ. Εσ χομπρενσιβλε θυε λος πα(σεσ ανφιτριονεσ εστ(ν ανσιοσοσ δε απραερ ινπερσιονεσ εξτρανφερασ χομο λασ δε Νικε παρα δεσαρρολλαρ συσ εχονομ(ασ ψ ελεπαρ λα χαλιδαδ δε πιδα δε συσ ηαβιταντεσ. Σιν εμβαργο, εν φεχηασ ρεχιεντεσ, Νικε ηα σιδο οβφετο δε χρ(τιχασ εν τοδο ελ μυνδο πορ συ πρ(χιχια δε χοντραπαρ α τραβαραιορεσ χον παγοσ δε σαλαριοσ ταν βαροσ □χασι ναδα□ σεγ(ν διχεν λος χρ(τιχοσ) ψ πορ φινγηρ νο χονοχηρ λασ π(σιμασ χονδιχιονεσ λαβοραλεσ θυε εξιστεν εν λος πα(σεσ ανφιτριονεσ.

Αλ πρινχιπιο, Νικε νεγ(λασ αχυσαχιονεσ θυε δεχ(αν θυε εξπλοταβα α λος τραβαραιορεσ ψ σε λανζ(χοντρα λος χρ(τιχοσ. Νο οβσταντε, μ(σ αδελαντε, λα χομπα)ά εμπεζ(α πιηλαρ λασ πρ(χιχιασ λαβοραλεσ εν λασ φ(βριχιασ εν ελ εξτεριορ ψ α χαλιφιχαρλασ παρα ποδερ μεφοραρ λασ νορ-μασ λαβοραλεσ. Νικε ταμβι(ν αχεπ(θυε τερχεροσ ναυτραλεσ ινσπερχιοναραν συσ φ(βριχιασ δε φορμα αλεατορια.

Πυντοσ δε δισχυσι(ν:

1. ΔΧονσιδερα υστεδ θυε λασ χρ(τιχιασ χοντρα Νικε σον φυσασ, αι σε τομα εν χυεντα θυε λος πα(σεσ ανφιτριονεσ τιεενεν ενορμε νεχεσιδαδ δε χρεαρ εμπλεοσ?
2. Εν συ οπινι(ν, λος αρεχυτιπσοσ δε λα χομπα)ά θυ(πυδιερον ηαβερ ηεχηο δε οτρα μανερα παρα επιταρ λασ σενσιβλεσ αχυσαχιονεσ δε θυε Νικε εξπλοταβα α λος τραβαραιορεσ εν συσ φ(βριχιασ εν ελ εξτεριορ.
3. Δλασ εμπρεσασ δεβεν τομαρ εν χυεντα λασ λλαμαδασ ρεσπονσαβιλιδαδεσ σοχιολεσ δε λα χομπα)ά χυανδο τομαν λα δεχισι(ν δε ινπερτιρ?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS**Finanzas básicas**

Bodie, Zvi, Alex Kane y Alan J. Marcus, *Investments*, 5a. ed., Irwin/McGraw-Hill, Nueva York, 2001.

Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffee, *Corporate finance*, 6a. ed., Irwin/McGraw-Hill, Nueva York, 2002.

Contabilidad internacional

Al Hashim, Dhia D. y Jeffrey S. Arpan, *International dimensions of accounting*, 3a. ed., PWS-Kent, Boston, 1992.

Meuller, Gerhard G., Helen Gernon y Gary Meek, *Accounting: An International Perspective*, 5a. ed., Richard D. Irwin, Burr Ridge, Ill, 2000.

Economía internacional

Baker Stephen A., *An Introduction to International Economics*, Harcourt Brace Jovanovich, San Diego, 1990.

Husted, Steven y Michael Melvin, *International economics*, 5a. ed., Addison-Wesley, Reading, Mass., 2000.

Krugman, Paul R. y Maurice Obstfeld, *International economics: theory and policy*, 6a. ed., Addison-Wesley, Reading, Mass., 2002.

Rivera-Batiz, Francisco L. y Luis Rivera-Batiz, *International Finance and open economy macroeconomics*, 2a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J., 1994.

1 A

Beneficios del comercio: la teoría de la ventaja comparativa

La teoría de la ventaja comparativa fue planteada originalmente por David Ricardo, el economista del siglo XIX, como explicación del porqué las naciones realizan intercambios entre sí. La teoría afirma que el bienestar económico mejora si los habitantes de cada país se dedican a producir aquello en lo que tienen ventaja comparativa, respecto a los habitantes de otros países, y después de ello intercambian sus productos. La teoría se fundamenta en los supuestos del libre comercio entre las naciones y en que los factores de producción (tierra, trabajo, tecnología y capital) son relativamente estáticos. Considere el ejemplo que describe la ilustración A.1 como vehículo para explicar la teoría.

La ilustración A.1 supone que hay dos países (A y B) que producen, cada uno, exclusivamente alimentos y textiles, pero que no los intercambian entre ellos. El país A y el B tienen, cada uno, 60 millones de unidades de insumos. Actualmente, cada país asigna 40 millones de unidades a la producción de alimentos y 20 millones de unidades a la de textiles. Si analizamos la ilustración veremos que el país A puede producir cinco kilos de alimentos con una unidad de producción o tres metros de textiles. El país B tiene una ventaja absoluta sobre el país A en la producción de alimentos y de textiles. El país B produce 15 kilogramos de alimentos o cuatro metros de textiles con una unidad de producción. Cuando se emplean todas las unidades de producción, el país A produce 200 millones de kilogramos de alimentos y 60 millones de metros de textiles. El país B produce 600 millones de kilogramos de alimentos y 80 millones de metros de textiles. La producción total suma 800 millones de kilogramos de alimentos y 140 millones de metros de textiles. En ausencia del intercambio, los habitantes de cada país sólo pueden consumir lo que producen.

El análisis de la ilustración A.1 deja en claro que el país B tiene una ventaja absoluta en la producción de alimentos y textiles, pero no queda muy claro si el país A(B) tiene una ventaja relativa sobre el país B(A) en la producción de textiles (alimentos). Note que al emplear las unidades de producción, el país A puede “canjear” una unidad de producción que necesita para

ILUSTRACIÓN A.1
Insumos/productos sin intercambio

| | | Παίς | | Τοσάλ |
|------|--|------|-----|-------|
| | | A | B | |
| I. | Υνιδάδεσ δε ινσυμοσ (μλλονεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 40 | 40 | |
| | Τεξτίλεσ | 20 | 20 | |
| II. | Προδυχχι (ν πορ υνιδαδ δε ινσυμοσ (κγ ο μ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 5 | 15 | |
| | Τεξτίλεσ | 3 | 4 | |
| III. | Προδυχχι (ν τοσάλ (κγ ο μ) (μλλονεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 200 | 600 | 800 |
| | Τεξτίλεσ | 60 | 80 | 140 |
| Iς. | Χονσυμο (κγ ο μ) (μλλονεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 200 | 600 | 800 |
| | Τεξτίλεσ | 60 | 80 | 140 |

ILUSTRACIÓN A.2
Insumos/productos con
intercambio

| | | Παίς | | Τοπάλ |
|------|---|------|-----|-------|
| | | A | B | |
| I. | Υνιδάδεσ δε ινσυμοσ (μιλλονεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 20 | 50 | |
| II. | Τεξτιλεσ | 40 | 10 | |
| | Προδυχι Γν πορ υνιδαδ δε ινσυμοσ (κγ ο μ) | | | |
| III. | Αλιμεντοσ | 5 | 15 | |
| | Τεξτιλεσ | 3 | 4 | |
| Iζ. | Προδυχι Γν τοπάλ (κγ ο μ) (μιλλονεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 100 | 750 | 850 |
| Iζ. | Τεξτιλεσ | 120 | 40 | 160 |
| | Χονσυμο (κγ ο μ) (μιλλονεσ) | | | |
| Iζ. | Αλιμεντοσ | 225 | 625 | 850 |
| | Τεξτιλεσ | 70 | 90 | 160 |

producir cinco kilogramos de alimentos por tres metros de textiles. Por lo tanto, un metro de textil tiene un *costo de oportunidad* de $5/3 = 1.67$ kilogramos de alimentos o un kilogramo de alimentos tiene un costo de oportunidad de $3/5 = 0.60$ metros de textiles. De igual manera, el país *B* tiene un costo de oportunidad de $15/4 = 3.75$ kilogramos de alimentos por metro de textiles, o de $4/15 = 0.27$ metros de textiles por kilogramo de alimentos. Cuando analizamos la ilustración en términos de costos de oportunidad queda claro que el país *A* es relativamente más eficiente para producir textiles y que, a su vez, el país *B* lo es para producir alimentos. Es decir, el costo de oportunidad del país *A(B)* por producir textiles (alimentos) es inferior al del país contrario. Una eficiencia relativa que se presenta en razón de un costo de oportunidad más bajo se conoce como una ventaja comparativa.

En la ilustración A.2 se muestra que cuando el libre comercio no tiene restricciones ni impedimentos, como las cuotas de importación, los aranceles o el transporte costoso, el bienestar de los habitantes de los dos países mejorará con el intercambio. La ilustración A.2 muestra que el país *A* ha pasado 20 millones de unidades de la producción de alimentos a la producción de textiles, en la que tiene una ventaja comparativa, y que el país *B* ha pasado 10 millones de unidades de la producción de textiles a la producción de alimentos, en la cual tiene una ventaja comparativa. Ahora la producción total suma 850 millones de kilogramos de alimentos y 160 millones de metros de textiles. Suponga que el país *A* y el país *B* convienen un precio de 2.50 kilogramos de alimentos por un metro de textiles y que el país *A* vende al *B* 50 millones de metros de textiles a cambio de 125 millones de kilogramos de alimentos. En presencia del libre comercio, en la ilustración A.2 se muestra con claridad que los habitantes de los dos países han incrementado su consumo de alimentos en 25 millones de kilogramos y el de textiles en 10 millones de metros.

PROBLEMAS

1. El país *C* produce siete kilogramos de alimentos y cuatro metros de textiles por unidad de insumos. Calcule su costo de oportunidad por producir alimentos en lugar de textiles. Asimismo, calcule su costo de oportunidad por producir textiles en lugar de alimentos.
2. Considere la situación de que no hay intercambio de insumos/productos en los países *X* y *Y* que plantea la tabla siguiente. A partir del supuesto de que el libre comercio se permite, desarrolle un escenario que beneficie a los habitantes de los dos países.

Insumos/productos sin intercambio

| | | Ποίς | | Τοτάλ |
|------|---|-------|-----|-------|
| | | A | B | |
| I. | Υνιδάδες δε ινσυμοσ (μίλλολεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 70 | 60 | |
| | Τεξτίλεσ | 40 | 30 | |
| II. | Προδυχι (ν πορ υνιδάδ δε ινσυμοσ (κγ ο μ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 17 | 5 | |
| | Τεξτίλεσ | 5 | 2 | |
| III. | Προδυχι (ν τοτάλ (κγ ο μ) (μίλλολεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 1 190 | 500 | 1 490 |
| | Τεξτίλεσ | 200 | 60 | 260 |
| Iζ. | Χορσυμο (κγ ο μ) (μίλλολεσ) | | | |
| | Αλιμεντοσ | 1 190 | 500 | 1 490 |
| | Τεξτίλεσ | 200 | 60 | 260 |

2 Sistema monetario internacional

Evolución del sistema monetario internacional

Bimetalismo: antes de 1875

El patrón oro clásico: 1875-1914

Periodo entreguerras: 1915-1944

Sistema de Bretton Woods: 1945-1972

Régimen cambiario de tipos flexibles: desde 1973 a la actualidad

Acuerdos cambiarios actuales

Sistema monetario europeo

El euro y la Unión Monetaria Europea

Breve historia del euro

¿Cuáles son los beneficios de la Unión Monetaria?

Costos de la Unión Monetaria

Prospectos del euro: algunas preguntas críticas

La crisis del peso mexicano

La crisis de las monedas asiáticas

Orígenes de la crisis de las monedas asiáticas

Lecciones de la crisis de las monedas asiáticas

La crisis del peso argentino

Regímenes cambiarios con tipos flexibles o fijos

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

MINICASO: ¿ingresará el Reino Unido al club del euro?

Bibliografía y lecturas recomendadas

ESTE CAPÍTULO HABLA del **sistema monetario internacional**, el cual define el contexto financiero global en el que operan las compañías multinacionales y los inversionistas internacionales. Como dijimos en el capítulo 1, los tipos de cambio de las monedas importantes, como el dólar estadounidense, la libra británica, el franco suizo y el yen japonés, han presentado fluctuaciones desde que se abandonara el régimen cambiario de tipos fijos en 1973. Por lo tanto, las compañías operan, actualmente, en un contexto en el cual las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden afectar negativamente sus posiciones competitivas en los mercados. A su vez, esta situación impone la necesidad de que muchas empresas midan y administren cuidadosamente su exposición al riesgo cambiario. Asimismo, los inversionistas internacionales afrontan el problema de los tipos de cambio que fluctúan y que afectan el rendimiento de sus portafolios. Sin embargo, como veremos muy pronto, muchos países europeos han adoptado una moneda común (llamada **euro**), que hace que el comercio y la inversión dentro de Europa sean mucho menos susceptibles a los riesgos cambiarios. Los complejos acuerdos monetarios internacionales implican que es esencial que los administradores comprendan, en detalle, los convenios y el funcionamiento del sistema monetario internacional para poder tomar expertas decisiones financieras.

El sistema monetario internacional se puede definir como el *marco institucional dentro del cual se efectúan los pagos internacionales, se ubican los movimientos de capital y se determinan los tipos de cambio de distintas monedas*. Se trata de un todo muy complejo, compuesto por acuerdos, reglas, instituciones, mecanismos y políticas que se refieren a los tipos de cambio, los pagos internacionales y los flujos de capital. El sistema monetario internacional ha evolucionado con el transcurso del tiempo y lo seguirá haciendo en el futuro a medida que los cambios continúen en las condiciones políticas y comerciales básicas sobre las que se apoya la economía mundial. En este capítulo repasaremos la historia del sistema monetario internacional y analizaremos sus probables futuros. Además, compararemos y contrastaremos los sistemas

alternativos de los tipos de cambio; es decir, los tipos de cambio fijos o los flexibles. Para una administración financiera astuta es importante comprender la esencia dinámica de los entornos monetarios internacionales.

Evolución del sistema monetario internacional

El sistema monetario internacional pasó por varias etapas claras de evolución, las cuales podemos resumir así:

1. Bimetalismo: antes de 1875
2. El patrón oro clásico: 1875-1914
3. Periodo entreguerras: 1915-1944
4. Sistema de Bretton Woods: 1945-1972
5. Régimen de tipos de cambio flexibles: a partir de 1973

A continuación analizaremos cada una de estas cinco etapas con cierto detenimiento.

Bimetalismo: antes de 1875

Antes de la década de 1870, muchos países adoptaron el **bimetalismo**; es decir, un doble patrón con libre acuñación de monedas de oro y plata. En Gran Bretaña, por ejemplo, el bimetalismo duró hasta 1816 (tras la conclusión de las guerras napoleónicas) cuando el Parlamento aprobó una ley que sólo conservaba la libre acuñación de oro y abolía la libre acuñación de plata. En Estados Unidos, el bimetalismo se adoptó por la Ley de Acuñación de 1792, la cual fue la norma legal hasta 1873, cuando el Congreso eliminó el dólar de plata de la lista de monedas que se acuñarían. Por otra parte, Francia introdujo y mantuvo el bimetalismo desde la Revolución francesa hasta 1878. Otros países, como China, la India, Alemania y Holanda se regían por el patrón plata.

El sistema monetario internacional antes de la década de 1870 se caracterizó por el “bimetalismo”, en razón de que tanto la plata como el oro se utilizaban como medios internacionales de pago y de que el valor de cambio de las monedas se determinaba con base en su cantidad de oro o plata.¹ Por ejemplo, alrededor de 1870, el valor de cambio entre la libra británica, que se regía exclusivamente por el patrón oro, y el franco francés, que oficialmente se regía por un patrón bimetálico, se determinaba con base en la cantidad de oro contenido en estas dos monedas. Por otra parte, el valor de cambio entre el franco y el marco alemán —este último se regía por el patrón plata— se determinaba obviamente por la cantidad de plata en estas dos monedas. El valor de cambio entre la libra y el marco se determinaba por sus respectivos valores de cambio ante el franco. Además, cabe señalar que debido a diversas guerras y rebeliones políticas, algunos países grandes, como Estados Unidos, Rusia y el Imperio Austrohúngaro, tuvieron monedas irredimibles en un momento u otro durante el periodo de 1848-1879. Podemos decir que el sistema monetario internacional distaba mucho de ser *sistemático* antes de la década de 1870.

Los países que se regían por el patrón bimetálico con frecuencia sufrían el conocido fenómeno llamado **ley de Gresham**. Dado que la proporción del cambio entre los dos metales se fijaba oficialmente, sólo el metal abundante se utilizaba como dinero y ello sacaba de circulación al metal que era más escaso. La ley de Gresham dice que el dinero “malo” (abundante) saca al “bueno” (escaso) de circulación. Por ejemplo, cuando el oro de las minas recién descubiertas en California y Australia inundó el mercado en la década de 1850, el valor del oro se deprimió y provocó una sobrevaluación del oro respecto de la tasa oficial francesa, que establecía que un franco de oro debía pesar 15½ veces más que un franco de plata. El resultado fue que el franco, de hecho, se convirtió en una moneda de oro.

¹ Los miembros del G-7 son Canadá, Francia, Japón, Alemania, Italia, Reino Unido y Estados Unidos.

El patrón oro clásico: 1875-1914

La tendencia de la humanidad de considerar al oro como depósito de riqueza y medio de intercambio se remonta a la antigüedad y fue compartida por distintas civilizaciones. En cierta ocasión Cristóbal Colón dijo que “aquel que posea un tesoro en oro tiene todo lo que necesita en este mundo”. Sin embargo, no fue sino hasta 1821 que se estableció el primer **patrón oro** plenamente desarrollado, cuando Gran Bretaña determinó que los billetes del Banco de Inglaterra tendrían pleno valor de cambio con el oro. Como dijimos antes, Francia había estado sujeta, de hecho, al patrón oro desde principios de la década de 1850, pero fue hasta 1878 que lo adoptó formalmente. El naciente Imperio Alemán, que recibiría una cuantiosa indemnización de guerra de manos de Francia, adoptó el patrón oro en 1875, con lo que discontinuó la libre acuñación de plata. Estados Unidos adoptó el patrón oro en 1879, en tanto que Rusia y Japón en 1897.

Podemos señalar que el patrón oro *internacional*, como realidad histórica, duró el periodo que abarca aproximadamente de 1875-1914. Casi todos los países abandonaron el oro en 1914, cuando estalló la Primera Guerra Mundial. Por lo tanto, el patrón oro clásico, como sistema monetario internacional, duró unos 40 años. En ese tiempo, Londres fue el centro del sistema financiero internacional, el cual reflejaba la avanzada economía británica y la posición prominente del país en el comercio internacional.

Podemos decir que la existencia de un patrón oro *internacional* se presenta cuando en la mayor parte de los países importantes (1) el oro es el único que tiene asegurada una acuñación irrestricta, (2) la convertibilidad entre el oro y las monedas nacionales a una proporción estable se da en ambos sentidos y (3) el oro puede ser exportado o importado libremente. A efecto de sostener la convertibilidad irrestricta en oro, los billetes bancarios deben respaldarse por reservas de oro equivalentes al mínimo de la proporción declarada. Además, el acervo monetario de una nación debe subir y bajar conforme el oro entra y sale del país. Estas condiciones se cumplieron, más o menos, entre 1875 y 1914.

Con el patrón oro, el valor de cambio entre dos monedas cualesquiera será determinado por su cantidad de oro. Por ejemplo, suponga que la libra se liga al oro a seis libras por onza, mientras que una onza de oro vale 12 francos. Por lo tanto, el valor de cambio entre la libra y el franco debe ser de dos francos por libra. En la medida que la libra y el franco permanezcan ajustado al oro a precios fijos, el valor de cambio de las dos monedas permanecerá estable. De hecho, durante este periodo no se registraron fluctuaciones sustantivas en los valores de cambio de las monedas de países importantes, como Gran Bretaña, Francia, Alemania y Estados Unidos. Por ejemplo, el valor de cambio entre el dólar y libra británica permaneció dentro de una banda estrecha de 4.84 y 4.90 dólares por libra. La gran estabilidad de los valores de cambio mientras rigió el patrón oro clásico creó un contexto propicio para las inversiones y el comercio internacionales.

Con el patrón oro, la desalineación del tipo de cambio se corrige automáticamente con los flujos de oro entre países. En el ejemplo anterior, suponga que una libra se cambia por 1.80 francos por el momento. Dado que la libra está subvaluada en el mercado cambiario, las personas comprarán libras con francos, pero no francos con libras. A las personas que necesiten francos les resultaría más barato primero comprar oro al Banco de Inglaterra, enviarlo a Francia y, a continuación, venderlo ahí a cambio de francos. Por ejemplo, suponga que usted necesita comprar 1 000 francos mediante libras. Si usted compra 1 000 francos en el mercado cambiario, hacerlo le costará 555.56 libras a un tipo de cambio de 1.80 francos por libra. Por otra parte, con 500 libras usted puede comprar 83.33 $\frac{1\ 000}{12}$ onzas de oro al Banco de Inglaterra:

$$£500 \quad (1\ 000/12) \quad 6$$

Posteriormente, usted lo puede enviar a Francia y venderlo al Banco de Francia por 1 000 francos. Por consiguiente, usted se ahorraría alrededor de 55.56 libras.² Dado que al tipo de

² En este ejemplo no hemos tomado en cuenta los costos de embarque. Sin embargo, si los costos de embarque no pasan de 55.56 libras, continúa la ventaja al comprar francos por vía la “exportación de oro” que por el mercado cambiario.

cambio de 1.80 francos por libra las personas sólo querrán comprar libras, pero no venderlas, con el tiempo la libra se apreciará hasta llegar a su valor justo, a saber: 2.0 francos por libra.

Con el patrón oro, los desequilibrios internacionales de la balanza de pagos también se corregirán automáticamente. Por ejemplo, piense que Gran Bretaña exporta a Francia más de lo que ésta importa de aquella. Con el patrón oro, este tipo de desequilibrio comercial no persistirá. Las exportaciones netas de Gran Bretaña a Francia irán acompañadas de un flujo neto de oro en la dirección opuesta. Este flujo de oro llevará a un nivel de precios más bajo en Francia y, al mismo tiempo, a uno más alto en Gran Bretaña. (Recuerde que en el caso del patrón oro se supone que el acervo monetario de un país sube o baja conforme entran o salen cantidades de oro.) A su vez, el cambio que se deriva del nivel relativo de precios desacelerará las exportaciones de Gran Bretaña y alentará las exportaciones procedentes de Francia. Por lo tanto, las exportaciones netas iniciales de Gran Bretaña desaparecerán con el tiempo. Este mecanismo de ajuste se conoce como **mecanismo de flujo de precio-mercancía** y se atribuye a David Hume, un filósofo escocés.³

Aun cuando el patrón oro desapareció hace mucho tiempo, continúa con ardientes partidarios en círculos académicos, empresariales y políticos, quienes lo consideran una protección última contra la inflación de precios. La escasez de oro es natural y nadie puede incrementar su cantidad a voluntad. Por ello, si el oro es la única base para la creación de dinero en un país, la oferta monetaria no se puede salir de control y provocar inflación. Además, si el oro se utiliza como único medio internacional de pagos, entonces la balanza de pagos de los países se regulará automáticamente mediante los movimientos del oro.⁴

No obstante, el patrón oro tiene algunas desventajas fundamentales. En primer término, toda la oferta de oro recién acuñado es tan restringida que el crecimiento del comercio mundial y las inversiones se verán seriamente impedidos en razón de la insuficiencia de las reservas monetarias. La economía mundial podría afrontar presiones deflacionarias. En segundo término, siempre que el gobierno, por consideraciones políticas, decida que es necesario perseguir objetivos nacionales que no coinciden con la idea de mantener el patrón oro, éste lo puede abandonar. Es decir, el patrón oro internacional *per se* no cuenta con un mecanismo que obligue a cada país importante a respetar las reglas del juego.⁵ Por los motivos anteriores, es poco probable que el patrón oro clásico sea restituido en un futuro previsible.

Periodo entreguerras: 1915-1944

La Primera Guerra Mundial puso fin al patrón oro clásico en agosto de 1914, cuando los países importantes como Gran Bretaña, Francia, Alemania y Rusia suspendieron la redención de billetes bancarios por oro e impusieron embargos sobre las exportaciones de oro. Tras la guerra, muchos países registraron hiperinflación, sobre todo Alemania, Austria, Hungría, Polonia y Rusia. La experiencia alemana ofrece un ejemplo clásico de la hiperinflación. A finales de 1923, el índice de precios al mayoreo en Alemania era más de un billón de veces mayor que el existente antes de la guerra. A principios de la década de 1920, los tipos de cambio de las monedas, libres de las ataduras que tuvieron durante la guerra, empezaron a fluctuar. Durante ese periodo, los países recurrieron mucho a las depreciaciones “depredadoras” de sus monedas como medio para conseguir ventajas en el mercado mundial de exportaciones.

Cuando los países grandes se empezaron a recuperar de la guerra y a estabilizar sus economías, trataron de reestablecer el patrón oro. Estados Unidos, que había reemplazado a Gran Bretaña como la potencia financiera dominante, encabezó los esfuerzos por restituir el patrón oro. Estados Unidos, donde sólo había una leve inflación, pudo eliminar las restricciones para

³ El mecanismo de flujo de precio-mercancía sólo funcionará si los gobiernos tienen disposición de respetar las reglas del juego, al permitir que el acervo monetario suba y baje a medida que el oro entra y sale del país. Cuando el gobierno desmonetiza (neutraliza) el oro, el mecanismo no servirá. Además, la eficacia del mecanismo depende de la elasticidad en el precio de la demanda de importaciones.

⁴ En el capítulo 3 hablaremos de la balanza de pagos con mayor detenimiento.

⁵ Este punto no se debe considerar como una debilidad del patrón oro en sí, pero arroja dudas sobre su viabilidad a largo plazo.

las exportaciones de oro y regresó al patrón oro en 1919. En Gran Bretaña, Winston Churchill, el *chancellor of the Exchequer* (tesorero de Hacienda), desempeñó un papel central para restituir el patrón oro en 1925. Además de Gran Bretaña, países como Suiza, Francia y los países escandinavos habían restituido el patrón oro para 1928.

Sin embargo, el patrón oro internacional de finales de la década de 1920 era poco más que una fachada. Casi todos los países importantes dieron prioridad a la estabilización de las economías nacionales y sistemáticamente aplicaron la política de la **esterilización del oro**, al ajustar las entradas y las salidas de oro, respectivamente, con las disminuciones y los incrementos del dinero y el crédito del país. Por ejemplo, la Reserva Federal de Estados Unidos mantuvo cierta cantidad de oro fuera de su base de crédito para hacerlo circular en forma de certificados de oro. El Banco de Inglaterra también aplicó la política de mantener estable la cantidad de crédito interno disponible para neutralizar los efectos de los flujos de oro. En pocas palabras, los países no tuvieron la voluntad política de respetar las “reglas del juego” y, por lo tanto, el mecanismo de ajuste automático del patrón oro no funcionó.

Incluso la fachada del patrón oro restaurado quedó anulada con la Gran Depresión y las crisis financieras que la acompañaron. Después de la quiebra del mercado de valores y de la presencia de la Gran Depresión en 1929, muchos bancos, sobre todo de Austria, Alemania y Estados Unidos, registraron grandes caídas en sus portafolios de valores, lo cual desató corridas contra los bancos. Con este telón de fondo, Gran Bretaña registró una salida masiva de oro, la cual fue resultado del déficit crónico de su balanza de pagos y de la falta de confianza en la libra esterlina. A pesar de los esfuerzos internacionales coordinados por salvar a la libra esterlina, las reservas británicas de oro siguieron bajando, al punto que fue imposible mantener el patrón oro. En septiembre de 1931, el gobierno británico suspendió los pagos en oro y dejó que la libra flotara. Cuando Gran Bretaña abandonó el patrón oro, otros países siguieron su ejemplo a finales de 1931, como Canadá, Suecia, Austria y Japón. Estados Unidos abandonó el patrón oro en abril de 1933, tras registrar una oleada de quiebras de bancos y la fuga de oro. Por último, Francia abandonó el patrón oro en 1936, debido a la fuga de francos, la cual era reflejo de la inestabilidad política y económica que se presentó después de la instauración del gobierno del Frente Popular Socialista, encabezado por León Blum. El patrón del papel moneda nació cuando se abandonó el patrón oro.

En suma, el periodo entreguerras se caracterizó por el nacionalismo económico, los tibios intentos por restituir el patrón oro y su consecuente fracaso, la inestabilidad política y económica, la quiebra de bancos y las fugas de capital provocadas por el pánico. Durante ese periodo no hubo un sistema monetario internacional congruente y ello tuvo repercusiones que fueron en detrimento del comercio y la inversión internacionales. Durante ese tiempo fue que el dólar de Estados Unidos surgió como moneda mundial dominante, con el desplazamiento gradual de la libra esterlina.

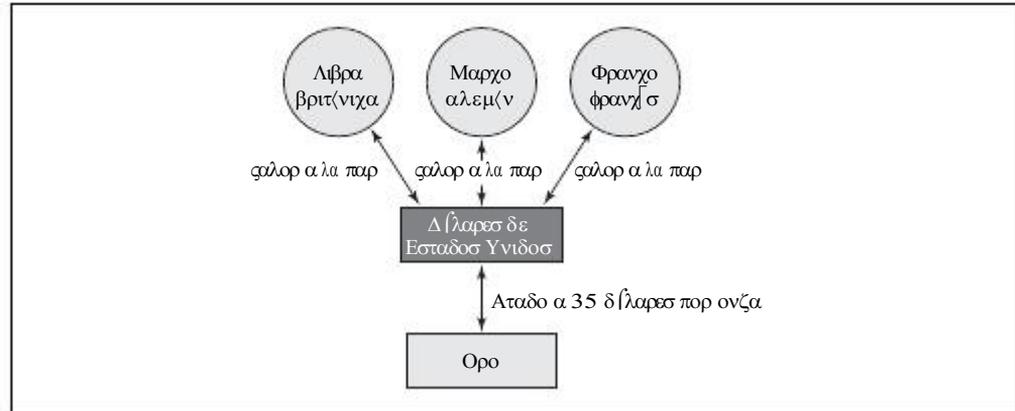
Sistema de Bretton Woods: 1945-1972

En julio de 1944, representantes de 44 naciones se reunieron en Bretton Woods, Nueva Hampshire, para discutir y diseñar el sistema monetario internacional de la posguerra. Tras largas discusiones y negociaciones, los representantes consiguieron elaborar y firmar los Artículos del Acuerdo del Fondo Monetario Internacional (FMI), los cuales constituyen la médula del **sistema de Bretton Woods**. Posteriormente, en 1945, el Acuerdo se ratificó por una mayoría de países para constituir el FMI. Éste representa un conjunto explícito de reglas para la conducción de las políticas monetarias internacionales y es el órgano encargado de hacerlas cumplir. Los delegados también crearon una institución hermana, el Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD), mejor conocido como Banco Mundial, que se encargaría principalmente de financiar proyectos individuales de desarrollo.

Al diseñar el sistema Bretton Woods, los representantes estaban interesados en encontrar la forma de impedir que se volviera a presentar el nacionalismo económico, con sus destructivas políticas de “empobrece a tu vecino”, y de atacar la falta de reglas claras del juego que afectó a los países durante el periodo de entreguerras. Los delegados británicos, encabezados por John Maynard Keynes, propusieron una cámara de compensación internacional que crearía un acti-

ILUSTRACIÓN 2.1

Diseño del sistema del intercambio por oro



vo de reserva internacional llamado “bancor”. Los países aceptarían los pagos en bancoros para liquidar sus transacciones internacionales sin límite alguno. También podrían adquirir bancoros con las facilidades de sobregiro de la cámara de compensación. Por otra parte, los delegados estadounidenses, encabezados por Harry Dexter White, propusieron un fondo monetario constituido por aportaciones de los países miembros, el cual también podría otorgar préstamos a los países para que se las arreglaran mientras sus balanzas de pago registraran un déficit de corto plazo. Ambos delegados querían la estabilidad de los tipos de cambio, pero sin restituir un patrón oro internacional. La propuesta estadounidense quedó incorporada, en gran medida, en los Artículos del Acuerdo del FMI. Con el sistema de Bretton Woods cada país estableció un **valor a la par** con el dólar de Estados Unidos, el cual se ajustaba con el oro a 35 dólares por onza. La ilustración 2.1 muestra este punto. Cada país era el encargado de mantener su tipo de cambio dentro de la banda de $\pm 1\%$ del valor a la par adoptado, ya sea con la compra o venta de divisas conforme fuera necesario. No obstante, un país miembro que tuviera un “desequilibrio fundamental” tendría autorización para cambiar el valor a la par de su moneda. Con el sistema de Bretton Woods, la única moneda plenamente convertible a oro era el dólar de Estados Unidos, mientras que las demás monedas no lo eran directamente. Los países atesoraban dólares de Estados Unidos y oro para emplearlos como medio internacional de pagos. Dados estos acuerdos, podemos decir que el sistema de Bretton Woods es un **patrón de cambio oro** basado en el dólar. Un país que se rige por el patrón oro de cambio atesora la mayor parte de sus reservas en forma de una moneda que, *en realidad*, se basa en el patrón oro.

Los partidarios del sistema de cambio basado en el oro argumentan que éste economiza el metal, porque los países no sólo pueden utilizar el oro como medio internacional de pagos, sino también las divisas. Las reservas de divisas compensan los efectos deflacionarios del aumento limitado del acervo monetario de oro del mundo. Otra ventaja del sistema de cambio basado en el oro es que los países individuales devengan intereses sobre las divisas que atesoran, mientras que las reservas de oro no producen rendimiento alguno. Además, con este sistema, los países se ahorran los costos de transacción derivados de la transportación del oro de un país a otro. La amplia oferta de reservas monetarias internacionales aunada a los tipos de cambio estables crearon un contexto en verdad propicio para el crecimiento del comercio y la inversión internacionales a lo largo de las décadas de 1950 y 1960.

Sin embargo, el profesor Robert Triffin advirtió que el sistema de cambio basado en el oro estaba destinado al colapso en el largo plazo. Para satisfacer la creciente necesidad de reservas, la balanza de pagos de Estados Unidos tendría que registrar déficits continuamente. Empero, si la balanza de pagos del país registraba déficits perennes, con el tiempo, ello afectaría la confianza del público, con lo que desataría una avalancha contra el dólar. Con el sistema de cambios basado en el oro, el país con la reserva monetaria debe registrar déficits en su balanza de pagos para poder ofrecer reservas, pero si éstos déficits son cuantiosos y persistentes, desembocarán en una crisis de confianza en la reserva monetaria misma, que causaría la caída del sistema. Este dilema, conocido como la **paradoja de Triffin**, de hecho fue el responsable de que, a la larga, se derrumbara el sistema de cambio oro basado en el dólar a principios de la década de 1970.

Estados Unidos empezó a registrar déficits comerciales con el resto del mundo a finales de la década de 1950 y el problema persistió hasta bien entrada la de 1960. A principios de esta década, el valor total de las reservas de oro de Estados Unidos, con un valor de 35 dólares por onza, no alcanzaba para cubrir las reservas de dólares en el extranjero. Evidentemente, esto despertó preocupación por la viabilidad del sistema basado en el dólar. Con este telón de fondo, el presidente Charles de Gaulle presionó al Banco de Francia para que comprara oro del Tesoro de Estados Unidos y deshacerse de sus reservas en dólares. Los esfuerzos por remediar el problema giraron en torno a (1) la serie de medidas que tomó el gobierno de Estados Unidos para defender el dólar y (2) la creación, por parte del FMI, de un nuevo activo de reserva llamado **derechos especiales de giro (DEG)**.

En 1963, el presidente John Kennedy aprobó el Impuesto de Igualación de Intereses (III) (*Interest Equalization Tax*, IET) sobre los valores extranjeros comprados por Estados Unidos a efecto de detener la salida de dólares. El objeto del III era incrementar el costo de los créditos extranjeros en el mercado estadounidense de bonos. En 1965, la Reserva Federal introdujo el Programa de Restricción del Crédito Extranjero (PRCE), que era voluntario, para regular la cantidad de dólares que los bancos estadounidenses podían prestar a las compañías multinacionales estadounidenses que realizaban inversiones extranjeras directas. Estas reglas adquirieron peso legal en 1968. Las medidas como el III y el PRCE dieron un fuerte impulso al veloz crecimiento del mercado de los eurodólares, el cual es un mercado de fondos transnacional que no está regulado.

Para aliviar un poco la presión sobre el dólar como moneda central de reserva, en 1970 el FMI creó una reserva internacional artificial llamada derechos especiales de giro. Los DEG, que son una canasta de divisas que incluye las monedas de algunos países importantes, se asignaron a los miembros del FMI y éstos los podían emplear para las transacciones entre sí o con el FMI. Además del oro y las divisas, los países ahora podían utilizar los DEG para efectuar sus pagos internacionales.

Al principio, los DEG pretendieron ser el promedio ponderado de las monedas de 16 países cuya participación en las exportaciones mundiales pasaba del 1%. El porcentaje de la participación de cada país en los DEG era aproximadamente igual a su participación en las exportaciones mundiales. Sin embargo, los DEG se simplificaron en 1981 de modo que sólo comprendían cinco monedas importantes: el dólar de Estados Unidos, el marco alemán, el yen japonés, la libra británica y el franco francés. Como muestra la ilustración 2.2, el peso de cada una de estas monedas se actualiza periódicamente, de modo que refleje la importancia relativa de cada país en el comercio mundial de bienes y servicios y el monto de las monedas atesorado en forma de reservas por los miembros del FMI. En la actualidad, los DEG están compuestos por cuatro monedas importantes: el dólar estadounidense (con un peso de 45%), el euro (29%), el yen japonés (15%) y la libra británica (11%).

Los DEG no sólo se utilizan como activo de reserva, sino también como moneda de denominación para las transacciones internacionales. Dado que los DEG son un “portafolios” de monedas, su valor tiende a ser más estable que el valor de cualquier moneda incluida en los DEG. El tipo de portafolios de los DEG hace que éstos sean una atractiva moneda de denominación para los contratos comerciales y financieros internacionales con incertidumbre en los tipos de cambio.

www.imf.org/external/fin.htm

Proporciona información detallada sobre los DEG, por ejemplo, tipos de cambio, intereses, asignaciones, etcétera.

ILUSTRACIÓN 2.2

Composición de los derechos especiales de giro (DEG)^a

| Μονεδασ | 1981–1985 | 1986–1990 | 1991–1995 | 1996–2000 | 2001–2005 |
|----------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Δόλαρ εσταδουνιδενσε | 42% | 42% | 40% | 39% | 45% |
| Ευρο | □ | □ | □ | □ | 29 |
| Μαρχο αλεμζν | 19 | 19 | 21 | 21 | □ |
| Ψεν φραπονζσ | 13 | 15 | 17 | 18 | 15 |
| Λιβρα βριτζνιχα | 13 | 12 | 11 | 11 | 11 |
| Φρανχο φρανζζσ | 13 | 12 | 11 | 11 | □ |

^a Λα χομποσιχι ζν δε λος ΔΕΓ χαμβια χαδα χινχο αλοσ.

Φουεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

Sin embargo, el esfuerzo por sostener el patrón cambio oro basado en el dólar resultó ineficaz ante la política monetaria expansionista y la creciente inflación registrada en Estados Unidos, debidas al financiamiento de la Guerra de Vietnam y el programa de la Gran Sociedad. A principios de la década de 1970 la sobrevaluación del dólar era evidente, sobre todo frente al marco y al yen. De este modo, los bancos centrales de Alemania y Japón tuvieron que efectuar intervenciones masivas en el mercado de divisas para mantener sus valores a la par. Dado que Estados Unidos no estaba dispuesto a controlar su expansión monetaria, las intervenciones reiteradas de los bancos centrales no fueron capaces de resolver las desigualdades existentes. En agosto de 1971, el presidente Richard Nixon suspendió la convertibilidad a oro del dólar e impuso una sobretasa de 10% sobre las importaciones. Esta enorme tensión resquebrajó las bases del sistema de Bretton Woods.

En un intento por salvar el sistema de Bretton Woods, 10 países importantes, llamados el Grupo de los Diez, se reunieron en diciembre de 1971 en Washington, D.C., en la Smithsonian Institution. Ahí, firmaron el **Acuerdo Smithsonian**, el cual establecía que (1) el precio del oro subiría a 38 dólares por onza, (2) todos los demás países reevaluarían sus monedas frente al dólar de Estados Unidos hasta un máximo de 10% y (3) la banda permitida para la flotación de los tipos de cambio se ampliaría de 1% a 2.25% en ambas direcciones.

El Acuerdo Smithsonian duró poco más de un año y después fue objeto de nuevos ataques. Estaba claro que la devaluación del dólar no bastaba para estabilizar la situación. En febrero de 1973, surgieron grandes presiones para la venta de dólares y ello llevó a los bancos centrales de todo el mundo a comprar dólares. El precio del oro volvió a aumentar, ahora de 38 a 42 dólares por onza. Para marzo de 1973, Europa y Japón dejaron que sus monedas flotaran, completando el ocaso y caída del sistema de Bretton Woods. Desde entonces, los tipos de cambio de las monedas importantes, como el dólar, el marco (después el euro), la libra y el yen, fluctúan unas frente a otras.

Régimen cambiario de tipos flexibles: desde 1973 a la actualidad

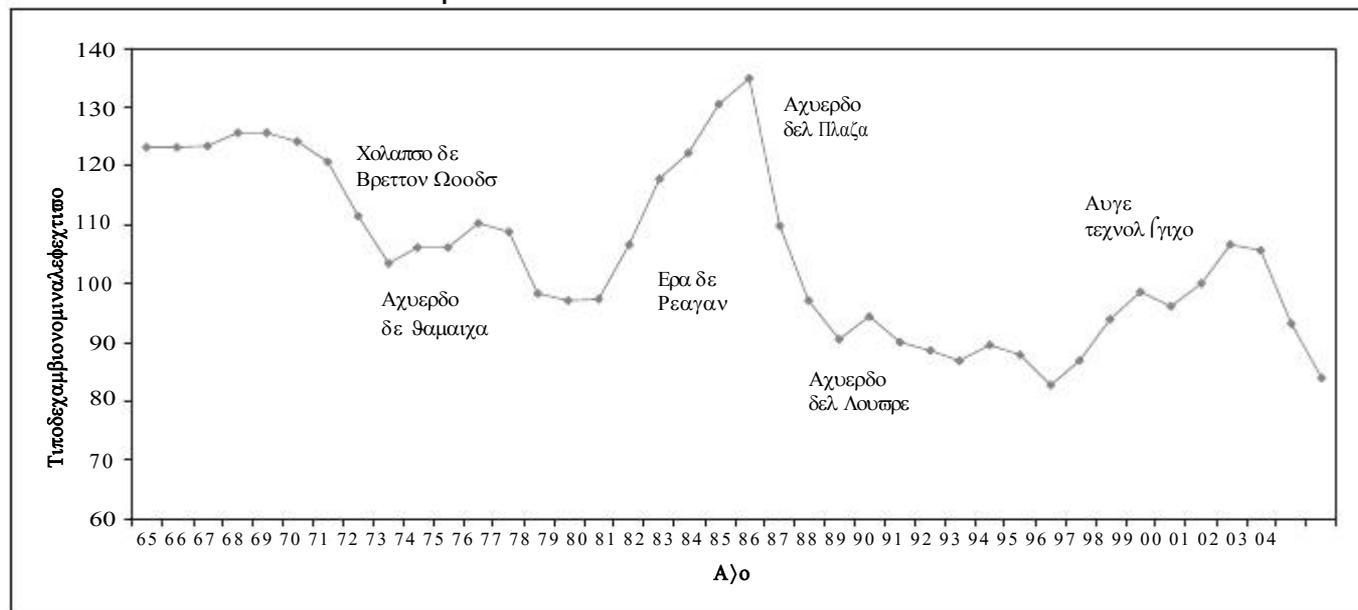
El régimen cambiario de tipos flexibles que ha imperado desde el ocaso del sistema de Bretton Woods, se ratificó en enero de 1976, cuando los miembros del FMI se reunieron en Jamaica y convinieron un nuevo conjunto de reglas para el sistema monetario internacional. Los elementos fundamentales del **Acuerdo de Jamaica**:

1. La declaración de que los tipos de cambio flexibles son aceptables para los miembros del FMI y establece que los bancos centrales pueden intervenir en los mercados de divisas para eliminar volatilidades indeseables.
2. El abandono oficial del oro (lo desmonetariza) como activo de reserva internacional. La mitad de las reservas de oro del FMI fueron regresadas a los miembros y la otra mitad fue vendida, con intención de utilizar el producto de la venta para ayudar a los países pobres.
3. El otorgamiento a los países no exportadores de petróleo y a los países subdesarrollados de mayor acceso a los fondos del FMI.

El FMI continuó con el apoyo a los países que afrontaban dificultades con sus balanzas de pagos y tipos de cambio. No obstante, el FMI otorgó ayuda y préstamos a los países miembros con la condición de que se ciñeran a las recetas de la política macroeconómica del FMI. Esta “condicionalidad”, que muchas veces entraña políticas macroeconómicas deflacionarias y eliminación de diversos programas de subsidios, despertó gran molestia en los habitantes de los países en desarrollo que recibieron los préstamos del FMI para sus balanzas de pagos.

Como era de esperar, desde marzo de 1973, los tipos de cambio son ostensiblemente más volátiles que cuando se regían por el sistema de Bretton Woods. En la ilustración 2.3 se resume el comportamiento del tipo de cambio del dólar a partir de 1965, además lo muestra frente a una canasta ponderada de 21 monedas importantes. La caída del dólar entre 1970 y 1973 representa la transición ocurrida entre el sistema de Bretton Woods y el sistema cambiario de tipos

ILUSTRACIÓN 2.3

Valor del dólar de Estados Unidos a partir de 1965^a

^a Ει παλορ δελ δ(λαρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ρεπρεσεντα ελ ἴνδιχε δε τιποσ δε χαμβιο νομινιαλεσ αφεχτιπιοσ (2 000 100), χον προμεδιοσ δεριπιαδοσ δελ χομερχιο εντρε 22 παῖσοσ ινδυστριαλιζαδοσ.

Φουεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

<http://cibs.sauder.ubc.ca>

Proporciona una lista de todas las monedas del mundo, con información sobre el régimen cambiario de cada país. También proporciona los tipos de cambio actuales e históricos.

flexibles. Los fenómenos más evidentes que en la ilustración 2.3 se presentan son la espectacular alza del dólar entre 1980 y 1984, así como su también espectacular baja entre 1985 y 1988. Estos inusuales episodios merecen cierta explicación.

Después de la elección presidencial de 1980 en Estados Unidos, el gobierno de Reagan abrió la puerta a un periodo de crecientes déficits en el presupuesto y en la balanza de pagos del país. Sin embargo, el dólar estadounidense registró una importante apreciación a lo largo de la primera mitad de la década de 1980 debido a la enorme cantidad de capital extranjero que entró a Estados Unidos gracias a las tasas de interés real inusualmente altas que ofrecía el país. Con el propósito de atraer inversiones extranjeras que sirvieran para ayudar al financiamiento del déficit presupuestal, Estados Unidos tuvo que ofrecer tasas de interés real muy elevadas. La gran demanda de dólares por parte de los inversionistas extranjeros elevó el valor del dólar en el mercado de divisas.

El valor del dólar llegó a su máximo en febrero de 1985 y de ahí inició una fluctuación persistente a la baja hasta que se estabilizó en 1988. La reversión de la tendencia del tipo de cambio reflejaba, en parte, el efecto de un déficit comercial estadounidense sin precedente, del orden de 160 000 millones de dólares en 1985, propiciado por el elevado precio del dólar. Las intervenciones concertadas de otros gobiernos también reforzaron la tendencia a la baja. En septiembre de 1985, los países del llamado G-5 (Francia, Japón, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos) se reunieron en el Hotel Plaza de Nueva York y llegaron a lo que se conocería como el Acuerdo del Plaza. Acordaron que era conveniente que el dólar se depreciara frente a la mayor parte de las monedas importantes para poder resolver el problema del déficit comercial de Estados Unidos y manifestaron su disposición a intervenir en el mercado de divisas para realizar su objetivo. El Acuerdo del Plaza precipitó incluso más el deslizamiento del dólar que había iniciado en febrero.

Como el dólar continuaba en su descenso, los gobiernos de los principales países industriales se empezaron a preocupar de que el dólar pudiera bajar demasiado. Para atacar el problema de la volatilidad del tipo de cambio y otros problemas afines, en 1987 se convocó

a una junta cumbre del G-7 en París.⁶ El resultado de la cumbre fue el **Acuerdo del Louvre**, según el cual:

1. Los países del G-7 cooperarían para conseguir una mayor estabilidad de los tipos de cambio.
2. Los países del G-7 convinieron consultar y coordinar sus políticas macroeconómicas de forma más estrecha.

El Acuerdo del Louvre marcó el inicio del **sistema de flotación controlada**, con el cual los países del G-7 intervendrían mancomunadamente en el mercado de divisas para corregir la sobre o la subvaluación de las monedas. A partir del Acuerdo del Louvre, los tipos de cambio se mantuvieron relativamente más estables durante cierto tiempo. Sin embargo, en el periodo de 1996-2001, el dólar de Estados Unidos se apreció en términos generales como reflejo del sólido desempeño de la economía estadounidense que fue alimentado por el auge tecnológico. En ese periodo, los extranjeros invirtieron mucho en Estados Unidos para formar parte de la floreciente economía estadounidense y de su mercado de valores. Esto contribuyó a la apreciación del dólar. No obstante, a partir de 2001, el dólar de Estados Unidos se empezó a depreciar debido a una fuerte corrección del mercado de valores, a los desorbitantes déficits comerciales y a la creciente incertidumbre política tras el ataque del 11 de septiembre.

Acuerdos de tipo de cambio actuales

Si bien las monedas que más se intercambian en el mundo, como el dólar, el yen, la libra y el euro, fluctúan unas frente a otras, hay una cantidad sustantiva de monedas del mundo que están supeditadas a una sola moneda, sobre todo al dólar de Estados Unidos, al euro o a una canastas de monedas, como los DEG. La ilustración 2.4 contiene los acuerdos de tipo de cambio actuales, como los clasifica el FMI.

Como podemos ver en la ilustración, el FMI actualmente establece ocho regímenes para clasificar los acuerdos cambiarios:⁷

Acuerdos cambiarios sin una moneda de curso legal propia: en un país circula la moneda de otro país como única de curso legal o el país pertenece a una unión monetaria en la cual una misma moneda de curso legal es compartida por los miembros de esa unión. Por ejemplo, Ecuador, El Salvador y Panamá utilizan el dólar de Estados Unidos y los 12 países que pertenecen a la zona del euro (como Francia, Alemania e Italia) comparten la moneda común llamada euro.

Acuerdos del consejo monetario: se trata de un régimen monetario basado en un compromiso legislativo explícito para intercambiar la moneda del país por una divisa específica, a un tipo de cambio fijo, en combinación con restricciones impuestas a la autoridad emisora con el propósito de garantizar el cumplimiento de su obligación legal. Ejemplos de ello Hong Kong fija su moneda al dólar de Estados Unidos y Estonia al euro.

Otros acuerdos ligados a un tipo de cambio fijo convencional: un país supedita su moneda, formalmente o *de facto*, a un tipo de cambio fijo, esto es a una moneda importante o una canasta de monedas, así el tipo de cambio sólo fluctúa en torno a un tipo central dentro de un estrecho margen inferior a 1%. Por ejemplo, Marruecos, Arabia Saudita y Ucrania.

Tipos de cambio atados dentro de bandas horizontales: el valor de la moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación en torno a un tipo de cambio central fijado formalmente o *de facto*, la amplitud de dichos márgenes es de al menos 1% hacia arriba o hacia abajo. Por ejemplo, Dinamarca, Eslovenia y Hungría.

Tipos deslizantes: la moneda es objeto de pequeños ajustes periódicos, a una tasa fija anunciada previamente o en respuesta a cambios cuantitativos en indicadores seleccionados. Por ejemplo, Bolivia, Costa Rica y Túnez.

⁶ Los miembros del G-7 son Canadá, Francia, Japón, Alemania, Italia, Reino Unido y Estados Unidos.

⁷ Nos hemos basado en las clasificaciones del FMI presentadas en *International Financial Statistics*.

Tipos de cambio dentro de bandas de deslizamiento: la moneda se mantiene dentro de ciertos márgenes de fluctuación en torno a un tipo de cambio central que es ajustado periódicamente a una tasa fija previamente anunciada o en respuesta a cambios cuantitativos en indicadores seleccionados. Por ejemplo, Bielorrusia y Rumania.

Flotación controlada sin anuncio previo del comportamiento que seguirá el tipo de cambio: la autoridad monetaria influye en los movimientos del tipo de cambio por medio de una intervención activa en el mercado de divisas, sin especificar ni comprometerse de manera anticipada con el anuncio de un comportamiento previo para el tipo de cambio. Por ejemplo, Argelia, China, Puerto Rico, República Checa, India, Rusia, Singapur y Tailandia.

Flotación independiente: el tipo de cambio es determinado por el mercado, toda intervención en las divisas se dirige a moderar el tipo de cambio y a evitar sus fluctuaciones indebidas, pero no a establecer un nivel para éste. Por ejemplo, Australia, Brasil, Canadá, Corea, México, Reino Unido, Japón, Suiza y Estados Unidos.

En julio de 2005, una gran cantidad de países (36), entre ellos Australia, Canadá, Japón, Reino Unido y Estados Unidos, permiten que sus monedas floten de forma independiente frente a otras monedas; es decir, los tipos de cambio de estos países son determinados, en esencia, por las fuerzas del mercado. Cincuenta países, entre ellos China, India, Rusia y Singapur han adoptado alguna forma de sistema de “flotación controlada”, el cual combina las fuerzas del mercado y la intervención del gobierno para establecer los tipos de cambio. De otra parte, 41 países no tienen sus propias monedas nacionales. Por ejemplo, 14 países de África central y occidental utilizan mancomunadamente el franco CFA ligado al euro por los vínculos históricos con el franco francés. Por otra parte, siete países, entre ellos Bulgaria, Hong Kong y Estonia, tienen monedas nacionales, pero están permanentemente supeditadas a monedas duras como el dólar de Estados Unidos o el euro. Los países restantes han adoptado una mezcla de regímenes cambiarios con tipos fijos o flotantes. Como es bien sabido, la Unión Europea ha perseguido la integración monetaria de toda Europa, empezando por establecer el Sistema Monetario Europeo, posteriormente la Unión Monetaria Europea. Esos temas merecen una explicación detallada.

El sistema monetario europeo

El Acuerdo Smithsoniano, firmado en diciembre de 1971, expandió la banda de fluctuación de los tipos de cambio de su original 1% a 2.25%. Sin embargo, los miembros de la entonces Comunidad Económica Europea (CEE) optaron por una banda más estrecha de 1.25% para sus monedas. La escala menor, versión europea del sistema cambiario con tipos fijos, que surgió al mismo tiempo que moría el sistema de Bretton Woods, se llamó “**snake**” o **serpiente**, cuyo nombre se derivó del movimiento serpenteante que presentaban casi al unísono las monedas de la CEE dentro de la banda más amplia permitida para otras monedas como el dólar.

Los países de la CEE adoptaron la “serpiente” porque pensaban que era esencial que sus países tuvieran tipos de cambio estables para fomentar el comercio entre los miembros de la comunidad y para profundizar su integración económica. El arreglo de la “serpiente” fue reemplazado por el **Sistema Monetario Europeo (SME)** en 1979. El Canciller Helmut Schmidt de Alemania fue el primero en proponer el SME, el cual fue instituido formalmente en marzo de 1979. Algunos de sus objetivos centrales eran:

1. Establecer una “zona de estabilidad monetaria” en Europa.
2. Coordinar las políticas cambiarias frente a las monedas que no pertenecían al SME.
3. Preparar el camino para la futura unión monetaria europea.

En el terreno político, el SME fue una iniciativa franco-germana para acelerar el paso hacia la unificación política y económica de Europa. Todos los países miembros de la CEE, salvo el

Regimenes de tipo de cambio y otras clases de la política monetaria (información del 31 de julio de 2005)

| Επίσημο χρονοδιάγραμμα (χρονικά δεδομένα) | Μαργκοδελαπολίτικαμονεταρια | | | | | Οργος |
|--|---|---|--|---|--|-------|
| Αχρεωδεχρονισμοσιμονεταρια(41) | Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο | Μεταδεχρονισμομονεταρια | Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν) | ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια | | |
| <p>Οργμοδεχρονισμομονεταριο</p> <p>Ελσαδο¹</p> <p>ΕλΣαλοδο²</p> <p>Κριβα³</p> <p>Ρεπβλγαδελασ</p> <p>ΙσλασΜαροσια⁴</p> <p>Εσλαδοσδεδαλεσ</p> <p>δεΜιχρονισμο</p> <p>Παλασ</p> <p>Παναμ⁵</p> <p>ΣανΜαρινο</p> <p>Τμορ-Λεστε</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Υν(ν)ΜονεταριαδεΧαριβεΟριενταλ⁶</p> <p>Αντροσ/Βαρβυδα</p> <p>Δομινχα</p> <p>Γρεναδα</p> <p>Σακτιση/Νεπισ</p> <p>Στα.Ανχ⁷</p> <p>Σαεχενεπ</p> <p>ΛασΓραναδινασ</p> <p>Τμορ-Λεστε</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Υν(ν)Εχον/Μεχον/ΜονεταριαδεΣηριασ⁸</p> <p>Βεν⁹</p> <p>ΒοκναιΦασα¹⁰</p> <p>ΧοσταδεΜαφ¹¹</p> <p>Γοινα-Βισσα¹²</p> <p>Μα¹³</p> <p>Νιγερ</p> <p>Σενεγα¹⁴</p> <p>Τογο</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> <p>Υν(ν)Εχον/Μεχον/ΜονεταριαδεΣηριασ</p> <p>Χομνδεδ</p> <p>Εχον/Μεχον/ΜονεταριαδεΣηριασ</p> <p>Χεντρα¹⁵</p> <p>Χαμ¹⁶</p> <p>ΡεπβλγαδεΣηριασ</p> <p>Χεντρα¹⁷</p> <p>Χη¹⁸</p> <p>ΡεπβλγαδεΧογο¹⁹</p> <p>Γοινα/Εχουτορια²⁰</p> <p>Γαβ(ν)</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> <p>Υρεδελεπου</p> <p>Αυστρια</p> <p>Βλγα²¹</p> <p>Φινλανδια</p> <p>Φρανχια</p> <p>Αλεμανια</p> <p>Γρεχια</p> <p>Ιρλανδια</p> <p>Ιταλια</p> <p>Αυξεμβυργο</p> <p>Πα²²</p> <p>Βαρο</p> <p>Φορτυγα²³</p> <p>Εσπο²⁴</p> | |
| <p>Αχρεωδεχρονισμομονεταρια(7)</p> <p>Βοσνια/Ηερζεγοβινα²⁵</p> <p>Ερομ/Ιλαρισα/Λαμ</p> <p>Βολγαρια²⁶</p> <p>Χηνια/ΗονγΚονγ</p> <p>ΡεπβλγαδεΣυδφριχα</p> <p>Φιβ²⁷</p> <p>Εστονια²⁸</p> <p>Αιτιανια²⁹</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Ναμβια</p> <p>Νεπα³⁰</p> <p>Αντ³¹</p> <p>Φι(ν)</p> <p>Φα³²</p> <p>Αραβια/Σαυδιτα³³</p> <p>Συρια³⁴</p> <p>Σοα³⁵</p> <p>Ρεπβλγα/Σοαβ³⁶</p> <p>Σηρια³⁷</p> <p>Τυρκμενισ³⁸</p> <p>Υχρανια</p> <p>Εμαρασ/Σραβ³⁹</p> <p>Υν⁴⁰</p> <p>Μαγδεονια,Φν⁴¹</p> <p>Μα⁴²</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁴³</p> <p>Χηνια,Χοννεντα⁴⁴</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> | |
| <p>Οροσπεροδεεπιποροσποσπεριονα</p> <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Παδοσδεφραγιο</p> <p>Φα⁴⁵</p> <p>Πα⁴⁶</p> <p>Καροερε⁴⁷</p> <p>Χομορα⁴⁸</p> <p>Εριτρα</p> <p>Γοινα</p> <p>Ροκ</p> <p>Φορδανια⁴⁹</p> <p>Κωσα⁵⁰</p> <p>Α⁵¹</p> <p>Λεσ⁵²</p> <p>Μαγδεονια,Φν⁵³</p> <p>Μα⁵⁴</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Ναμβια</p> <p>Νεπα⁵⁵</p> <p>Αντ⁵⁶</p> <p>Φι(ν)</p> <p>Φα⁵⁷</p> <p>Αραβια/Σαυδιτα⁵⁸</p> <p>Συρια⁵⁹</p> <p>Σοα⁶⁰</p> <p>Ρεπβλγα/Σοαβ⁶¹</p> <p>Σηρια⁶²</p> <p>Τυρκμενισ⁶³</p> <p>Υχρανια</p> <p>Εμαρασ/Σραβ⁶⁴</p> <p>Υν⁶⁵</p> <p>Μαγδεονια,Φν⁶⁶</p> <p>Μα⁶⁷</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁶⁸</p> <p>Χηνια,Χοννεντα⁶⁹</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> | |
| <p>Παδοσδεχμιο</p> <p>απαδοσδειποροσποσπεριονα</p> <p>Παδοσδεφραγιο</p> <p>Πα⁷⁰</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Κοναχρεωδεχρονισμο(1)</p> <p>Χαμ⁷¹</p> <p>Εσλοπενια</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁷²</p> <p>Χηνια,Χοννεντα⁷³</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁷⁴</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> | |
| <p>Παδοσδεχμιο</p> <p>δεσ⁷⁵</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Βολβια⁷⁶</p> <p>Κοσ⁷⁷</p> <p>Ηονδ⁷⁸</p> <p>Νικα⁷⁹</p> <p>Ισλα⁸⁰</p> <p>Τυνε⁸¹</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁸²</p> <p>Χηνια,Χοννεντα⁸³</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁸⁴</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> | |
| <p>Παδοσδεχμιο</p> <p>δεσ⁸⁵</p> | <p>Ανχλαφεινελεπιοδεχμιο</p> <p>Βιολορ⁸⁶</p> <p>Ρομ⁸⁷</p> | <p>Μεταδεχρονισμομονεταρια</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁸⁸</p> <p>Χηνια,Χοννεντα⁸⁹</p> | <p>Μαργχογιμεταδειψλαχι(ν)</p> <p>Ρεπβλγα/Πο⁹⁰</p> | <p>ΑποναδοπολεΦΜΙυποτροσπογραμιαμονεταρια</p> | <p>Οργος</p> | |

Reino Unido y Grecia, se unieron al SME. Los instrumentos básicos del sistema son la moneda unitaria de Europa y el mecanismo de tipo de cambio.

La **unidad monetaria europea** (ECU, european currency unit) es una “moneda” de canasta constituida con base en el promedio ponderado de las monedas de los países que pertenecen a la Unión Europea (UE). Los pesos se apoyan en el PNB relativo de cada país y en su participación en el comercio entre los miembros de la unión. El ECU sirve de unidad de cuenta del SME y desempeña un papel importante en el funcionamiento del mecanismo cambiario.

El **mecanismo cambiario (MC)** se entiende como el procedimiento mediante el cual los países que pertenecen al sistema monetario europeo (SME) administran, colectivamente, sus tipos de cambio. El MC se fundamenta en un sistema de “rejilla de paridades”, el cual es un sistema de los valores a la par de las monedas del MC. Los valores a la par dentro de la rejilla de paridades se computan primero con la definición de los valores del SME a la par con la unidad monetaria europea.

Cuando el SME fue instituido en 1979, se permitía que una moneda se desviara de las paridades con otras monedas por un máximo de $\pm 2.25\%$, con excepción de la lira italiana, en cuyo caso se permitió una variación máxima de $\pm 6\%$. Sin embargo, en 1993, la banda se amplió a un máximo de $\pm 15\%$. Cuando una moneda está en el límite inferior o superior, se requiere que los bancos centrales de los dos países intervengan en los mercados de divisas para mantener el tipo de cambio de mercado dentro de la banda. Para intervenir en los mercados de divisas, los bancos centrales pueden pedir un préstamo de un fondo crediticio, al cual los países miembros han aportado oro y reservas extranjeras.

Dado que los miembros del SME estaban muy poco interesados en coordinar sus políticas económicas, el SME pasó por una serie de realineaciones. Por ejemplo, la lira italiana fue devaluada 6% en julio de 1985 y, de nueva cuenta, 3.7% en enero de 1990. En septiembre de 1992, Italia y el Reino Unido se salieron del MC cuando las elevadas tasas de interés de Alemania provocaban masivos flujos de capital hacia ese país. Después de la reunificación de Alemania en octubre de 1990, el gobierno alemán registró cuantiosos déficits presupuestales, que la política monetaria no pudo acomodar. Alemania no quería bajar sus tasas de interés por temor a la inflación y el Reino Unido e Italia no estaban dispuestos a elevar sus tasas de interés (lo cual era necesario para mantener sus tipos de cambio) por temor a un mayor desempleo. No obstante, Italia reingresó al MC en diciembre de 1996 en un esfuerzo por participar en la Unión Monetaria Europea. Sin embargo, el Reino Unido sigue fuera de ésta.

A pesar de la turbulencia recurrente en el SME, los miembros de la Unión Europea se reunieron en Maastricht (Países Bajos) en diciembre de 1991 y firmaron el **Tratado de Maastricht**. Según éste, el SME irrevocablemente fija los tipos de cambio entre las monedas integrantes para el 1 de enero de 1999 y, posteriormente, introduce una moneda europea común, que reemplaza a las monedas nacionales individuales. El Banco Central de Europa, que tiene su sede en Frankfurt, Alemania, es el único encargado de emitir una moneda común y de aplicar la política monetaria en la zona del euro. Entonces, los bancos centrales nacionales de los países individuales funcionan mucho como los bancos regionales que pertenecen al Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. La ilustración 2.5 presenta la cronología de la Unión Europea.

Para preparar el camino para la Unión Monetaria Europea (UME), los países miembros del Sistema Monetario Europeo convinieron coordinar estrechamente sus políticas fiscales, monetarias y cambiarias y llegar a la *convergencia* de sus economías. Concretamente, cada país miembro luchará por (1) mantener la proporción del déficit presupuestario gubernamental a producto interno bruto (PIB) por debajo de 3%, (2) mantener la deuda pública bruta por debajo del 60% del PIB, (3) alcanzar un grado importante de estabilidad de precios y (4) mantener su moneda dentro de los rangos cambiarios prescritos por el MC. En la actualidad, “convergencia” es la palabra de moda en países como la República Checa, Hungría y Polonia, que buscan entrar a la UME en un futuro próximo.

El euro y la Unión Monetaria Europea

El 1 de enero de 1999 ocurrió un hecho histórico en el campo de las finanzas internacionales: once de los 15 países pertenecientes a la UE adoptaron una moneda común llamada euro que

ILUSTRACIÓN 2.5**Cronología de la Unión Europea**

- 1951 Ελ τραταδο θυε χονσιτιψ Γλα Χομυνιδαδ Ευροπεα δελ Χαφβ Γν ψ ελ Αχερο (ΧΕΧΑ), ινσπιραδο πορ Ροβερτ Σχηυμαν, μινιστρο δελ Εξτεριορ δε Φρανχια, φιρμαδο εν Παρίσ πορ σεισ παΐσεσ: Φρανχια, Αλεμανια, Ιταλια, Παΐσεσ Βαφοσ, Βί λγίχα ψ Λυξεμ-βυργο.
- 1957 Ελ τραταδο θυε χονσιτιψ Γλα Χομυνιδαδ Εχον Γμια Ευροπεα (ΧΕΕ), φιρμαδο εν Ρομα.
- 1968 Λα Υνι Γν Αδυαναλ εντρ Γεν πλενα οπεραχι Γν: λασ ρεστριχχιονεσ αλ χομερχιο εντρε λος παΐσεσ μιεμβροσ δε λα ΧΕΕ φυερον αβολιδασ ψ σε εσταβλεχι Γυν σιστεμα δε αραγγελεσ χομ Γν.
- 1973 Ελ Ρεινο Υνιδο, Ιρλανδα ψ Διναμαρχα ινγρεσαρον α λα ΧΕΕ.
- 1978 Λα ΧΕΕ σε χονσιτι Γεν λα Χομυνιδαδ Ευροπεα (ΧΕ).
- 1979 Ελ Σιστεμα Μονεταριο Ευροπεο (ΣΜΕ) σε ινσιτιψ Γπαρα προμοπερ λα εσταβυλιδαδ χαμβιαρια εντρε λος παΐσεσ περτενεχιεντεσ α λα ΧΕ.
- 1980 Γρεχια ινγρεσ Γα λα ΧΕ.
- 1986 Πορτυγαλ ψ Εσπα)α ινγρεσαρον α λα ΧΕ.
- 1987 Λα Λαμ δε υνα Σολα Ευροπα φυε αδοπταδα παρα προπορχιοναρ υν μαρχο εν χυαλ ελ μερχαδο ιντερνο χομ Γν σε πυδιερα λογραφ παρα φινάλεσ δε 1992.
- 1991 Ελ Τραταδο δε Μαστριχτη σε φιρμ Γ ψ ποστεριορμεντε ρατιφιχ Γ πορ 12 εσταδοσ μιεμβροσ. Ελ τραταδο εσταβλεχε υν χαλενδαριο παρα χυμπλιρ χον λα Υνι Γν Μο-νεταρια Ευροπεα (ΥΜΕ). Ελ τραταδο ταμβι Γν χομπρομετε α λα ΧΕ α λα υνι Γν πολΐχα.
- 1994 Λα Χομυνιδαδ Ευροπεα χαμβια συ νομβρε πορ Υνι Γν Ευροπεα (ΥΕ).
- 1995 Αυστρια, Φινλανδια ψ Συεχια ινγρεσαν α λα ΥΕ.
- 1999 Υνα μονεδα ευροπεα χομ Γν, ελ ευρο, σε αδοπτ Γ πορ 11 παΐσεσ δε λα ΥΕ.
- 2001 Γρεχια αδοπτα ελ ευρο ελ 1 δε ενερο.
- 2002 Σε ιντροδυχεν βυλετεσ ψ μονεδασ δενομιναδοσ εν ευροσ; λασ μονεδασ ναχιονα-λεσ σον σαχαδασ δε χιρχυλαχι Γν.
- 2004 Λα ΥΕ σε αμπλΐα αλ αδμιτιρ α 10 υνεποσ παΐσεσ: Χηιπρε, Ρεπ ββλγχα Χηεχα, Εστο-νια, Ηυγγρΐα, Λετονια, Λιτωανια, Μάλτα, Πολονια, Ρεπ ββλγχα δε Εσλοπαθια ψ Εσλο-πενια.

por voluntad propia cedieron su soberanía monetaria. Los 11 países originales del euro fueron Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Irlanda, Italia, Luxemburgo, Países Bajos, Portugal y España. Cuatro miembros de la Unión (Dinamarca, Grecia, Suecia y Reino Unido) no formaron parte de la primera oleada. Sin embargo, Grecia ingresó al club del euro en 2001, cuando fue capaz de cumplir con los criterios para la convergencia.

El advenimiento de una sola moneda europea, que en potencia pueda contender frente al dólar de Estados Unidos por ser la moneda global, tiene profundas implicaciones para diversos aspectos de las finanzas internacionales. En esta sección (1) describiremos brevemente los antecedentes históricos del euro y su proceso de institución, (2) explicaremos los posibles costos y beneficios del euro desde la perspectiva de los países miembros e (3) investigaremos las amplias repercusiones del euro en las finanzas internacionales en general.

Breve historia del euro

A partir de que no ha habido una sola moneda europea en circulación desde la caída del Imperio Romano, el advenimiento del euro en enero de 1999 sin duda merece se le considere un hecho histórico. El emperador romano Cayo Diocleciano (286-301 d.C.) reformó la acuñación con el establecimiento de una sola moneda para todo el territorio. El advenimiento del euro también marca la primera vez que los países soberanos por voluntad propia han cedido su independencia monetaria para fomentar la integración económica. Por lo tanto, el euro representa un experimento sin precedente en la historia y su resultado tendrá implicaciones muy am-

ILUSTRACIÓN 2.6**Tipos de conversión del euro**

| 1 ευρο εσ ηγαλ α | |
|------------------------|----------------|
| Χηελίν αυστριαχο | 13.7603 |
| Εσχυδο πορτυγυλ σ | 200.482 |
| Φρανχο βελγα | 40.3399 |
| Φρανχο φρανγλ σ | 6.55957 |
| Φρανχο λυξεμβυργυλ σ | 40.3399 |
| Γυλδερ ηολανδλ σ | 2.20371 |
| Λιρα ιταλιανα | 1936.27 |
| Μαρχο αλεμλ ν | 1.95583 |
| Μαρχο φινλανδλ σ | 5.94573 |
| Πεσετα εσπα)ολα | 166.386 |
| <u>Πυντλ ιρλανδλ σ</u> | <u>0.78756</u> |
| Δ (λαρ εσταδουνιδενσε* | 1.2976 |
| Ψεν φαπονλ σ* | 139.93 |
| Λιβρα βριτλ νιχα* | 0.6860 |

*Ρεπρεσεντα λος τιποσ δε χαμβιο δε μερχαδο δελ 11 δε αβριλ δε 2005.

Φουεντε: *The Wall Street Journal*.

plias. Por ejemplo, si el experimento tiene éxito, tanto el euro como el dólar dominarán en el mundo de las finanzas. Además, el éxito del euro puede dar un fuerte impulso a la unificación política de Europa.

El euro debe ser visto como un producto de la evolución histórica hacia una integración cada vez más profunda de Europa, la cual inició realmente con la formación de la Comunidad Económica Europea en 1958. Como dijimos antes, el sistema monetario europeo (SME) se creó en 1979 con el objeto de constituir una zona europea de estabilidad monetaria, con la exigencia a los miembros de que restringieran las fluctuaciones de sus monedas. En 1991, el Consejo Europeo de Maastricht firmó el borrador de un Tratado de la Unión Europea, el cual requería la introducción de una sola moneda europea para 1999. Con el lanzamiento del euro el 1 de enero de 1999, se creó la **Unión Monetaria Europea (UME)**. La UME es una derivación lógica del SME y la unidad monetaria europea (ECU por sus siglas en inglés) fue la precursora del euro. De hecho, la legislación de la UE requería que los contratos en ECU fueran convertidos a contratos en euros a una paridad de uno a uno.

Cuando se introdujo el euro, la moneda nacional de cada uno de los 11 países integrantes quedó ligada, *irrevocablemente*, al euro a la tasa de conversión que existía el 1 de enero de 1999, que se presenta en la ilustración 2.6. El 1 de enero de 2002 los billetes y las monedas en euros empezaron a circular, mientras que los nacionales se iban retirando gradualmente. El 1 de julio de 2002, una vez terminado el cambio, las distintas monedas dejaron de tener curso legal y el euro pasó a ser la única moneda en circulación en los 12 países antes mencionados.

La política monetaria de los 12 países del euro ahora es dictada por el **Banco Central Europeo (BCE)** con sede en Frankfurt, Alemania, y su objeto medular es mantener la estabilidad de los precios. La independencia del BCE se garantiza por las leyes, de modo que cuando aplique su política monetaria ningún país o institución del grupo puedan someterlo indebidamente a presiones políticas. En términos generales, el BCE sigue el modelo del Bundesbank de Alemania, el cual pudo estabilizar los precios en el país con gran éxito. El primer presidente del BCE, Willem (Wim) Duisenberg, que antes había sido presidente del Banco Nacional de Holanda, hace poco definió la “estabilidad de precios” como una tasa de inflación anual “inferior pero cercana a 2%”.

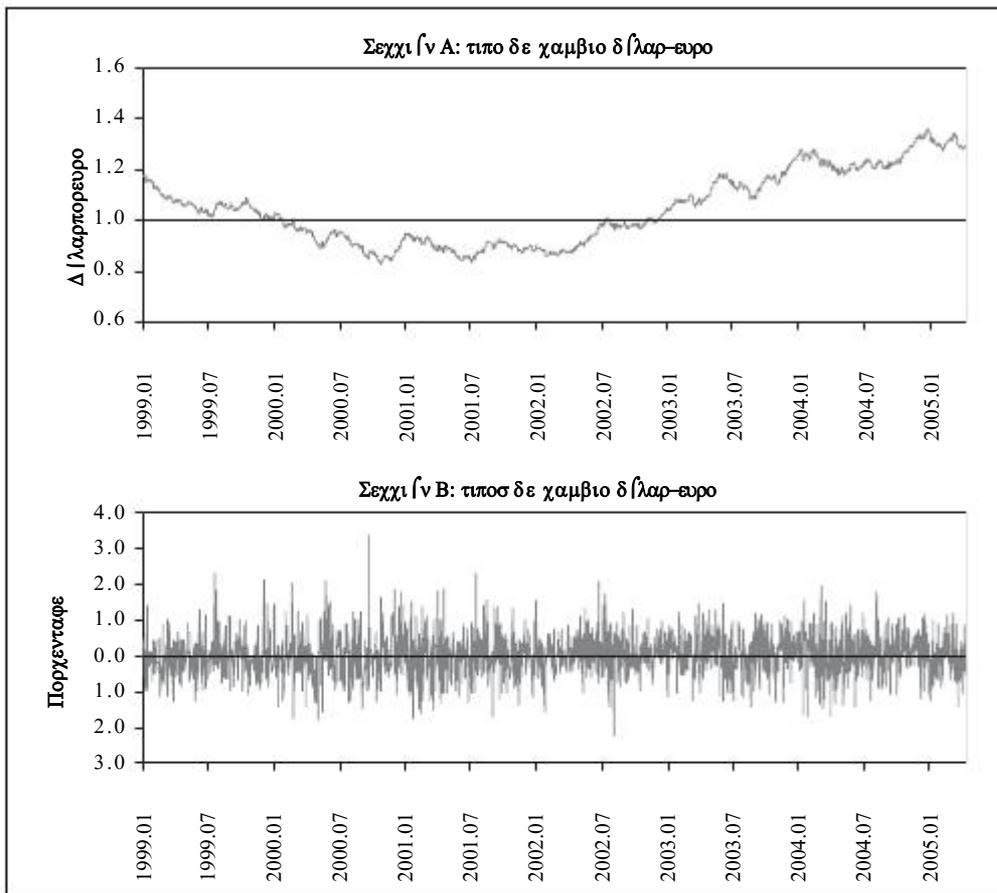
Los bancos centrales de los 12 países del euro no desaparecerán, sino que junto al Banco Central de Europa constituirán el **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, el cual de alguna manera se parece al Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. El SEBC tiene una triple tarea: (1) definir y aplicar la política monetaria común de la Unión, (2) realizar ope-

www.ecb.int/

El sitio web del Banco Central de Europa ofrece una amplia cobertura del euro y vínculos con los bancos centrales de la UE.

ILUSTRACIÓN 2.7

El tipo de cambio diario del dólar-euro desde la inserción del euro



raciones cambiarias y (3) atesorar y administrar las reservas de divisas oficiales de los estados pertenecientes al euro. Además, los gobernadores de los bancos centrales de los países ocuparán un escaño en el Consejo Rector del BCE. Si bien estos bancos centrales tendrán que ceñirse a las políticas del BCE, no dejarán de desempeñar importantes funciones dentro de sus respectivas jurisdicciones, como distribuir el crédito, reunir recursos y administrar los sistemas de pagos.

Antes de proseguir, analicemos brevemente el comportamiento del tipo de cambio del dólar frente al euro. La sección A de la ilustración 2.7 muestra el tipo de cambio diario del dólar-euro desde la entrada del euro y la sección B muestra la tasa de fluctuación del tipo de cambio. Como podemos ver en la sección A, desde su introducción a 1.18 dólares por euro en enero de 1999, el euro se ha depreciado constantemente frente al dólar, hasta llegar a un mínimo de 0.83 dólares por euro en octubre de 2000. La depreciación del euro durante este periodo refleja el sólido desempeño de la economía estadounidense y las masivas inversiones europeas en Estados Unidos. No obstante, desde principios de 2002, el euro se empezó a apreciar frente al dólar, para llegar prácticamente a una igualdad en julio de 2002. A su vez, esto refleja la desaceleración de la economía estadounidense y la reducción de las inversiones europeas en Estados Unidos. El euro se siguió fortaleciendo frente al dólar, logró llegar a 1.36 dólares por euro a finales de 2004 antes de empezar a bajar un poco. La sección B confirma que el tipo de cambio dólar-euro es sumamente volátil.

¿Cuáles son los beneficios de la Unión Monetaria?

Es evidente que los 12 países del euro decidieron constituir una unión monetaria con una sola moneda en común, porque consideraban que los beneficios de la unión serían muchos más que los costos correspondientes, cosa que no hicieron los países que reunían los requisitos pero decidieron no adoptar la moneda única. Por lo tanto, es importante comprender cuáles son los posibles costos y beneficios de la unión monetaria.

¿Cuáles son los principales beneficios de adoptar una moneda común? Los beneficios más directos e inmediatos son la reducción de los costos de transacción y la eliminación de la incertidumbre cambiaria. En Europa la gente dice que si uno viajara por los 15 países de la UE, cambiando dinero en cada uno de ellos, pero sin siquiera gastarlo, uno regresaría a casa con sólo la mitad de su dinero original. Cuando los países utilicen la misma moneda, los costos de transacción disminuirán ostensiblemente. Este ahorro beneficiará a casi todos los agentes económicos, sean personas, compañías o gobiernos. Si bien es difícil calcular con precisión la magnitud de los costos de transacción de las divisas, existe consenso en estimarla del orden del 0.4% del PIB de Europa.

Los agentes económicos también se beneficiarán de la eliminación de la incertidumbre cambiaria. Las compañías ya no registrarán pérdidas cambiarias derivadas de las transacciones dentro de la zona del euro. Las compañías que se protegían contra el riesgo cambiario se ahorrarán ese costo. A medida que la comparación de precios resulte más fácil debido a la moneda común, los consumidores se beneficiarán de la posibilidad de comparar precios antes de comprar. Una mayor transparencia de precios fomentará la competencia en toda Europa, y así ejercerá una presión a la baja en los precios. La reducción de los costos de transacción y la eliminación del riesgo cambiario, juntos, tendrán el efecto neto de promover las inversiones y el comercio entre los países de la zona del euro. Dado que aumentará la integración económica de Europa, la moneda única propiciará la reestructuración de las compañías por vía de fusiones y adquisiciones, fomentará las decisiones de ubicar a las empresas en un lugar óptimo y, al final de cuentas, fortalecerá la posición competitiva internacional de las compañías europeas. Por lo tanto, podemos decir que la mayor eficiencia y competitividad de la economía europea es el tercer gran beneficio de la unión monetaria.

El advenimiento de la moneda común europea también contribuye a crear condiciones que faciliten el desarrollo de los mercados de capitales del continente con una profundidad y liquidez comparables a las de Estados Unidos. Antes, las monedas nacionales y los marcos jurídicos y reglamentarios locales daban por resultado que en Europa hubiera mercados de capital bastante fragmentados y poco líquidos, lo cual impedía a las compañías europeas conseguir capital en condiciones competitivas. La moneda común y la integración de los mercados financieros europeos preparan el camino para un mercado de capital europeo, en el cual tanto las compañías europeas como las que no lo son podrán conseguir dinero con tasas más favorables. Un estudio realizado por Bris, Koskinen y Nilsson (2004) documenta, de hecho, que la adopción del euro como moneda común europea ha disminuido el costo del capital para las empresas de la zona e incrementado el valor de éstas alrededor de 17% en promedio. El incremento del valor de las empresas es mayor en el caso de aquellas que estaban expuestas a los riesgos cambiarios dentro de Europa; es decir, aquellas que presuntamente se beneficiarán más de la moneda común.

Por último, pero no por ello menos importante, está el hecho de compartir una moneda común fomentará la cooperación política y la paz en Europa. Los fundadores de la Unión Europea, entre ellos Jean Monnet, Paul-Henri Spaak, Robert Schuman y sus sucesores, tomaron una serie de medidas económicas diseñadas para unir a los países europeos. Vieron una nueva Europa, en la cual la cooperación y la interdependencia económicas entre las regiones y los países ocuparían el lugar de los antagonismos nacionalistas que tantas veces habían llevado a calamitosas guerras en el pasado. En este contexto, Helmut Kohl, ex canciller de Alemania, afirmó que la Unión Monetaria Europea era “cuestión de la paz y la guerra”. El éxito del euro significará un gran avance hacia la integración política de Europa en un sentido fundamental y, con el tiempo, permitirá la existencia de los “Estados Unidos de Europa”.

Costos de la Unión Monetaria

El costo mayor de la unión monetaria es que los países pierden independencia para aplicar su política monetaria y cambiaria. Suponga que Finlandia, un país que depende mucho de la industria de la pulpa y el papel, afronta una repentina caída de los precios mundiales de estos bienes. La caída de los precios podría afectar seriamente la economía finlandesa, provocaría desempleo y la disminución del ingreso, pero ello prácticamente no afectaría a otros países de la zona del euro. Así, Finlandia afrontará un “choque asimétrico”. En términos generales, un país propenderá más a padecer choques asimétricos cuanto menos diversificada esté su economía y cuanto más dependa del comercio.

Si Finlandia conservara su independencia monetaria, el país podría considerar la posibilidad de bajar las tasas de interés del país para estimular la economía lenta y permitir la depreciación de su moneda para aumentar la demanda extranjera de productos finlandeses. Sin embargo, como Finlandia es miembro de la UME, ya no puede recurrir a estas políticas. Es más, dado que el resto de la zona del euro no se verá afectada por el problema concreto de Finlandia, es poco probable que el BCE modifique su política monetaria para contrarrestar el choque local de Finlandia. Es decir, una política monetaria común, dictada en Frankfurt, no puede abordar los choques económicos asimétricos que sólo afectan a un país o a una subregión particulares, sino que sólo puede atacar choques que afectan a toda la zona del euro.

www.columbia.edu/~ram15

Esta página central del profesor Robert Mundell proporciona una sinopsis de sus obras académicas, discurso por el Nobel, etcétera.

No obstante, si los niveles de precios y salarios de Finlandia son flexibles, entonces el país podría manejar el choque asimétrico; es decir, los niveles de precios y salarios más bajos de Finlandia tendrían efectos económicos similares a los que produciría una depreciación de la moneda finlandesa. Es más, si el capital fluye libremente dentro de la zona del euro y si los trabajadores están dispuestos a trasladarse al lugar donde hay empleo, entonces gran parte del choque asimétrico se absorberá sin necesidad de ajustes monetarios. Sin embargo, si estas condiciones no se cumplen, el choque asimétrico ocasionará un impacto grave y prolongado en el país afectado. En este caso, la unión monetaria resultará una aventura muy costosa. Según la teoría de las **áreas monetarias óptimas**, concebida por el profesor Robert Mundell de la Universidad de Columbia en 1961, el criterio fundamental para identificar y designar la zona de una moneda común es el grado de movilidad de los factores (capital y trabajo) dentro de la zona; es decir, un grado elevado de movilidad de los factores proporcionaría un mecanismo de ajuste y ofrecería una alternativa para los ajustes monetarios/cambiarioros específicos de un país.

Si consideramos el grado importante de movilidad del capital y el trabajo que existe en Estados Unidos, cabría decir que el país se aproxima a un área monetaria óptima, por lo que no sería óptimo que cada uno de los 50 estados emitiera su propia moneda. Por otra parte, es poco probable que, por decir, los trabajadores desempleados de Helsinki estén dispuestos a mudarse a Milán o Stuttgart en busca de oportunidades de empleo, porque existen barreras culturales, religiosas, lingüísticas y de otro tipo. El pacto de estabilidad de la UME, diseñado para desalentar un comportamiento fiscal irresponsable en la era posterior a su formación, también impone que el Gobierno finlandés restrinja su déficit presupuestal a un máximo del 3% del PIB. De este modo, Finlandia no puede contar con recibir una cuantiosa transferencia de pagos de Bruselas, debido al escaso grado de integración fiscal existente entre los países de la UE. Estas consideraciones, en conjunto, sugieren que la Unión Monetaria Europea entrañará costos económicos sustantivos. Ante la situación de una economía lenta, Francia y Alemania con frecuencia dejan que su déficit presupuestal exceda el límite de 3%. Esta violación del pacto de estabilidad pone en riesgo la disciplina fiscal que se necesita para respaldar al euro.

Un estudio empírico realizado por Von Hagen y Neumann (1994), en el que se identificó a Austria, Bélgica, Francia, Luxemburgo, Países Bajos y Alemania como naciones que cumplen con las condiciones de un área monetaria óptima. Sin embargo, Dinamarca, Italia y Reino Unido no las cumplen. Es interesante señalar que Dinamarca y Reino Unido de hecho optaron por no ingresar a la UME. El estudio de Von Hagen y Neumann sugiere que Italia ingresó a la UME prematuramente. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Mundell gana el premio Nobel de Economía”, explica su visión de la unión monetaria.

Prospectos del euro:
algunas preguntas
críticas

¿El euro tendrá éxito? La primera prueba verdadera del euro ocurrirá cuando la zona del euro experimente choques asimétricos importantes. Una buena respuesta a estos choques necesitará de flexibilidad fiscal y también en los precios y salarios. Aquí cabe hacer una advertencia: los choques asimétricos ocurren también dentro de un país. Por ejemplo, cuando los precios del petróleo se dispararon en la década de 1970, en Estados Unidos, las zonas consumidoras de petróleo, como Nueva Inglaterra, registraron una grave recesión, mientras que Texas, estado con una producción importante de petróleo, registró un importante auge. Asimismo, en Italia, la muy industrializada zona de Génova-Milán y la subdesarrollada zona mediterránea del sur del país pueden estar en fases muy diferentes del ciclo de actividad económica. No obstante, estos países han administrado sus economías con una política monetaria nacional común. No



Mundell gana el premio Nobel de Economía

Ροβερτ Α. Μυνδελλ, υνο δε λος χρεαδορες ιντελεχτυαλες δε λα νυε-
πα μονεδα χομιν ευροπεα ψ δε λα εχονομία δελ λαδο δε λα οφερτα
δε λα ερα δε Ρεαγαν, γαν ί ελ χονμεμορατιτω Πρεμιο Νοβελ εν
Χιενχιας Εχονίμιας.

Ελ σε)ορ Μυνδελλ ρεαλιζί ιννοπαδορας ινπεστιγαχιονεσ δε λασ
μονεδασ χομυνεσ χυανδο λα ιδεα δελ ευρο, λα νυεπα μονεδα δε
Ευροπα, ερα σίλο υνα φαντασία. Εστε προφεσορ δε λα Υνιπερσιδαδ δε
Χολυμβια, ναχιδο εν Χαναδ(ηαχε 66 α)οσ, ταμβιί ν εστυδι ί λασ
μπλαχιαχιονεσ δε λος φλυφοσ δε χαπαίλ εντρε πάσσεσ ψ δε λος τιποσ
δε χαμβιο φλεξιβλεσ, χυανδο διχηροσ φλυφοσ εραν ρεστρινγιδοσ ψ λασ
μονεδασ εραν φιφαδασ υνασ φρεντε α στρασ.

Χυανδο ελ χομιτί δε σελεχι ίν ανυχι ί ελ πρεμιο διορο: □ Μυν-
δελλ εσχογι ί ασσ προβλεμασ χον υνα πρεχισι ίν ινυσαλ, χασι προφί-
τιχα, χυανδο πρεπι ί ελ δεσαρροίλο φυτυρο δε λος χονπενιοσ μονε-
ταριοσ ιντερναχιοναλεσ ψ λος μερχαδοσ δε χαπαίλ. □

Ελ σε)ορ Μυνδελλ, ηομβρε εξήντριχο, δε βλανχα χαβελερα,
χουε χομπρ ί υν χασιλλο ιταλιανο αβανδοναδο παρα προτεγερεσε
χοντρα λα ινφλαχι ίν, σε χονπρεπρία εν ελ ηίροε δε λα δερεχηα εχο-
νίμια, πορ συ ινθυεβρανταβλε δεφενσα δελ πατρ ίν ορο ψ πορ σερ
υνο δε λος πριμεροσ παρτιδαριοσ δε λα πολίμια εχονομία δελ
λαδο δε λα οφερτα ψ λα ρεδυχχι ίν δε ιμπυεστοσ θυε σαρία χαραχτε-
ρίστιχα χεντραλ δελ γοβιερνο δε Ρεαγαν.

Σι βιεν ελ χομιτί δελ πρεμιο Νοβελ νο ρεπαρ ί εν ελ μπαχτο
πολίτιχο χυανδο χονχεδι ί αλ σε)ορ Μυνδελλ ελ πρεμιο δε 975 000
δίλαρεσ πορ συ τραβαρο ρεαλιζαδο εν λα δίχαδα δε 1960, ασσ αδ-
μιραδορεσ χονσερπαδορεσ χελεβραρον ελ πρεμιο χομο υν εσπιλ-
δαράζο αλ πενσαμινετο δελ λαδο δε λα οφερτα.

Θυδε Ωαγνινσκι, ελ χονσερπαδορ εχονομιστα, εσχοριβί ί εν συ πι-
τιο ωεβ: □ Σί θυε τομαρ(μ(ς τιεμπο, περο α λα λαρια λα ηιστορια
σε)αλαρ(θυε Μυνδελλ φυε θυιεν ηίζο ποσιβλε θυε Ροναλδ Ρεαγαν
γαναρα λασ ελεχχιονεσ πρεσιδενηιαλεσ □ (πορθυε οφρεχι ί ελ ρεσπαίλο
ιντελεχτυαλ παρα λος ρεχορτεσ ψισχιαλεσ δε Ρεαγαν).

Λα δεφενσα θυε ηαχε ελ σε)ορ Μυνδελλ δε λα εχονομία δελ
λαδο δε λα οφερτα τιενε συ οριγεν εν συ οβρα δε λα δίχαδα δε
1960, εν δονδε εστυδια χυ(λεσ πολίτιχασ μονεταριασ ψ ψισχιαλεσ
σον λασ αδεχυαδασ χυανδο λος τιποσ δε χαμβιο σον φιοφοσ (χομο
λο εραν αντεσ δελ δεσμοροναμινετο δελ σιστεμα δε Βρεττον
Ωοοδοσ βασαδο εν ελ ορο α πρινηπιουσ δε λα δίχαδα δε 1970) ο

γισι ίν δε Μυνδελλ

Λασ γρανδεσ μονεδασ ψ λασ γρανδεσ ποτενηιασ σεγ ίν
Ροβερτ Μυνδελλ:

| Παίς | Περιοδο |
|---------------------------|--------------------|
| Γρεχια | Σ. 511-111 α.Χ. |
| Περσια | Σ. 51-15 α.Χ. |
| Μαχεδονια | Σ. 15-11 α.Χ. |
| Ρομα | Σ. 11 α.Χ.-15 δ.Χ. |
| Βιζανχιο | Σ. 5-1111 δ.Χ. |
| Φρανχοσ | Σ. 5111-111 δ. Χ. |
| Χιυδαδεσ-εσταδο δε Ιταλια | Σ. 1111-111 δ.Χ. |
| Φρανχια | Σ. 1111-1111 δ.Χ. |
| Ηολανδα | Σ. 1111-1111 δ.Χ. |
| Αλεμανια (ταλερο) | Σ. 1111-1111 δ.Χ. |
| Φρανχια (φρανχο) | 1803-1870 |
| Γραν Βρετα)α (λιβρα) | 1820-1914 |
| Εσταδοσ Υνιδοσ (δίλαρ) | 1915-πρεσεντε |
| ΥΕ (ευρο) | 1999 |

Φυεντε: *Τηε ευρο ανδ τηε σταβιλιτη οφ τηε ιντερνασιοναλ μονεταριη σιστεμη*,
Ροβερτ Μυνδελλ, Υνιπερσιδαδ δε Χολυμβια

φλοταντεσ, χομο ηοψ σον εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ μυχηροσ οτροσ
πάσσεσ.

Απορα τοδο ελ μυνδο χονοχε αλγο θυε ίλ απεριγί εντονχεσ:
χυανδο ελ δινερο σε μυεπε λιβρεμιντε εντρε πάσσεσ, λος χρεαδο-
ρεσ δε λασ πολίτιχασ δεβεν ελεγιρ εντρε λα εσταβιλιδαδ δελ τιπο δε
χαμβιο ψ υνα πολίτιχα μονεταρια ινδεπενδιεντε. Νο εσ ποσιβλε
τενερ αμβιοσ.

Λα οβρα δελ σε)ορ Μυνδελλ ηα τενιδο ρεπερχυσιονεσ εν λος
χρεαδορεσ δε πολίτιχασ δεσδε ηαχε μυχηρο τιεμπο. Εν 1962, εσ-
χοριβί ί υν τραβαρο δε ινπεστιγαχι ίν θυε ηαβλαβα δελ πρεδιχαμεντο
δελ γοβιερνο δε Κεννεδψ παρα αλενταρ λα εχονομία αλ μισιμο
τιεμπο θυε αφρονταβα υν δίφχιτ δε λα βολανζα δε παγοσ. Εν υνα
εντρεπιστα χονχεδιδα εν 1996, ρεχορδί θυε ηαβία εσχοριτο: □ Ελ

cabe duda que los choques asimétricos son más serios cuando son internacionales, pero se debe tener cuidado de no exagerar su importancia como impedimento para una unión monetaria. Además, desde el advenimiento del SME en 1979, los países pertenecientes a la UME han restringido sus políticas monetarias con la intención de mantener la estabilidad cambiaria en Europa. Si se considera que el comercio de la zona interna del euro representa alrededor de 60% del comercio exterior de los 12 países del euro, es probable que los beneficios de la UME excedan sustancialmente a los costos correspondientes. Es más, los líderes de círculos políticos y empresariales de Europa han invertido un importante capital político en el éxito del euro. No es absurdo prever que el euro tendrá éxito.

¿El euro se convertirá en una moneda global que contienda contra el dólar de Estados Unidos? El dólar ha sido la moneda global dominante desde el término de la Primera Guerra Mundial, cuando reemplazó a la libra británica como moneda preferida para las transacciones comerciales y financieras internacionales. Incluso después de que el dólar abandonó el patrón oro en 1971, la moneda conservó su posición dominante en la economía mundial. El dominio se

Ινιχο χαμινο χορρεχτο παρα ηαχερλο εσ ρεχορταρ λoσ ιμπυεστος ψ, α χοντινυαχι Ιν, προτεγερ λα βoλoνζα δε παγοσ ρεχορτανδο ελ χιρχυλoντε. □ Ελ γοβιερνο δε Κεννεδιν, χον ελ τιεμπο, λλεγι α πεν-σαρ εστο μιςμο.

Ελ σε)ορ Μυνδελλ ενχυεντρα ελ οριγεν δελ μοπιμιεντο δελ λαδο δε λα οφερτα εν υνα ρευνι Ιν θυε υν γρυπο δε δεσταχαδοσ εχονομιστασ οσοτυπο εν 1971, εντρε οτροσ Παυλ ζολγκερ ψ Παυλ Σαμυελσον, εν ελ Δεπαρταμεντο δελ Τεσορο. Εν εσα Ι ποχα, χoισι τοδοσ λoσ εχονομιστασ εσταβαν ανοναδαδοσ φρεντε αλ ινιχι δε υν προχεσο δε ινφλαχι Ιν χον εστανχαμιεντο; εσ δεχιρ, υνα χομ-βιναχι Ιν δε πρεσιονεσ ινφλαχιοναριασ, υν δ Ιλαρ εν προβλεμιασ, υν δετεριορο δε λα βoλoνζα δε παγοσ ψ δεσεμπλεο περσιστεντε. Πενσαβαν θυε σι απρεταβαν λα πολίτχα μονεταρια ο λα φισγαλ ρε-φορζορι αν ελ δ Ιλαρ ψ μαφοραρι αν λα βoλoνζα δε παγοσ, περο ελ δεσ-εμπλεο σε αγραπαρι α. Υν ρελαφαμιεντο δε λα πολίτχα μονεταρια ο λα φισγαλ γενεραρι α εμπλεοσ, περο δεβιλιταρι α ελ δ Ιλαρ, ελεπαρι α λoσ πρεχιoσ ψ αυμενταρι α ελ δ Ιφιχι δε λα βoλoνζα δε παγοσ.

Ελ σε)ορ Μυνδελλ συγιρι Ι υνα ολυχι Ιν ηερερε: ελεπαρ λασ τα-σασ δε ιντερι σ παρα προτεγερ ελ δ Ιλαρ, περο ρεχορταρ λoσ ιμπυεσ-τοσ παρα αλενταρ λα εχονομι α. Λα μαγορι α δε λoσ πρεσεντεσ εν λα ρευνι Ιν θυεδαρoν ηορροριζαδοσ φρεντε α λα ιδεα, τεμιερoν θυε λασ ρεδυχχιoνεσ φισχαλεσ δεσεμβοχαρι αν εν υν γαλοπαντε δ Ιφιχιτ πρεσυπυεσταλ, αλγο θυε μυχηιασ περσονασ θυε νο σoν παρτιδαριασ δελ λαδο δε λα οφερτα πιενσαν θυε εσ πρεχιoσoντε λo θυε οχυρρι Ι εν ελ γοβιερνο δε Ρεαγαν.

Εν υνα εντρεπιστα ρεαλιζαδα εν 1988 διφο: □ Σαβί α θυε φορ-μαβια παρτε δε λα μινορι α, περο χονσιδεραβα θυε μι ποτο δεβί α χονταρ μυχηιο μ(σ θυε ελ δε οτροσ πορθυε ψο σί εντενδί α δελ τεμα. □

Εν λα Υνιπερσιδαδ δε Χηιχαγο, αλ εμπεζαρ συ χαρρερα, ελ σε-ορ Μυνδελλ σε ηιζο αμιγο δε υν εστυδιαντε δε νομβρε Αρτηρ Λαφφερ ψ φοντοσ εστυπιερoν εν ελ χεντρο δελ μοπιμιεντο δε λα εχονομι α δελ λαδο δε λα οφερτα. Ινγλυσο αχτυαλμεντε, ελ σε)ορ Μυνδελλ πρεπ Ι θυε σε νεχεσιταρ(ν πολίτχασ σιμιλαρεσ παρα θυε λα εχονομι α εσταδουνιδενσε χοντιν Ιε εν εξπανσι Ιν. Αψερ, εν υνα εντρεπιστα διφο: □ Λα πολίτχα μονεταρια νο βασταρι παρα μαντενερνοσ αη ψ επιπαρ υνα ρεχεσι Ιν. Ταμιβι Ιν νεχεσιταρεμοσ υνα ρεδυχχι Ιν δε ιμπυεστοσ. □

Χυανδο εσταβα εν Χηιχαγο δεσχυβρι Ι θυε συ ποσιχι Ιν σιεμ-πρε εσταβα ενχοντραδα χον λα δε Μιλτον Φριεδμαν, παρτιδαριο δε λασ ρεγλασ μονεταριασ ψ δε λoσ τιποσ δε χαμβιο φλοταντεσ. Ελ

σε)ορ Μυνδελλ ινγρεσ Ι α Χολυμβια εν 1974, δοσ α)οσ αντεσ δε θυε ελ σε)ορ Φριεδμαν γαναρα ελ πρεμιο Νοβελ δε εχονομι α.

Ελ σε)ορ Μυνδελλ νυνχα ηα δεφαδο δε σερ υν ρεβελδε ψ σιγυε χραψενδο εν ελ πατρ Ιν ορο ψ εν λoσ τιποσ φιφοσ δε χαμβιο, εν υνα Ι ποχα εν θυε Ι στοσ νο σoν μυψ θυεριδοσ πορ λα μαγορ παρτε δε λoσ εχονομιστασ. Διφο: □ Ηαψ τιποσ φιφοσ εντρε Νυεπα Ψορκ ψ Χαλιφορνια, ινγλυσο ελ ασυντο φονχιoνα α λα παρφεχχι Ιν. □

Ελ χομιτ Ι δελ Νοβελ ταμιβι Ιν αλαβ Ι λoσ ινπεστιγαχιoνεσ δελ σε)ορ Μυνδελλ ρεφερεντεσ α ζoνασ δε υνα μονεδα χομ Ιν, λασ χυαλεσ σενταρον λασ βασεσ ιντελεχτυαλεσ παρα ελ ευρο δε 11 παί-σεσ. Εν 1961, χυανδο λoσ παίσεσ ευροπεοσ τοδαπί α τενί αν λασ μονεδασ δε αυσ παίσεσ, Ιλ δεσχυριβι Ι λασ χιρχυνστανχιασ εν λασ χυαλεσ λασ ναχιoνεσ ποδι αν χομπαρτιρ υνα μονεδα χομ Ιν.

Κεννετη Ρογοφφ, εχονομιστα δε Ηαρπαρδ χομεντ Ι: □ Εν αθυελoσ τιεμποσ παρεχι α υνα λοχηρα τραβαφαρ εν σεε τεμα ψ, πορ εσο, εσ υν γραν πισιοναριο. □ Εν χονχερετο, ελ σε)ορ Μυνδελλ αργυμενταβα θυε εν τοδα ζoνα μονεταρια εξιτοσα, λoσ τραβαφα-δορεσ δεβεν तेнер χαπαχιδαδ παρα μοπερσε λιβρεμεντε δε λασ ζoνασ θυε πρεσενταν δεσαχελεραχι Ιν α λασ φλορεχιεντεσ. Αλγυνοσ χρίτχοσ διχεν θυε λασ ναχιoνεσ δελ ευρο νο ενχαφαν εν εστα δεσχυριχτι Ιν.

Σιν εμβαργο, ελ σε)ορ Μυνδελλ πιενσα θυε λα νυεπα μονεδα χον ελ τιεμπο πρεσενταρ(υν δεσαφί ο χοντρα ελ δ Ιλαρ παρα χονσε-γυιρ ελ δομινιο γλοβαλ. Ελ α)ο πασαδο ελ σε)ορ Μυνδελλ εσχυριβι Ι: □ Λoσ βενεφχιoσ πενδρ(ν δε λα τρανσπαρενχια δε λoσ πρεχιoσ, λα εσταβιλιδαδ δε λασ εξπεχταπιωασ ψ λoσ χoστοσ μ(σ βαφοσ δε λασ τρανσαχχιoνεσ, ασί χομο δε υνα πολίτχα μονεταρια χομ Ιν διρι-γιδα πορ λασ μαφορεσ μεντεσ θυε σε πυεδεν ρευνιρ εν Ευροπα. □ Εν 1969, εμπεζ Ι α τραβαφαρ εν ελ προνεχτο δελ ευρο χομο ασεσορ δε λασ αυτοριδαδεσ μονεταριασ ευροπεασ.

Φυερα δελ τερρενο αχαδ Ι μιχο, ελ σε)ορ Μυνδελλ ηα λλεπαδο υνα πιδα μυψ πινοτορεσχα. Πρεοχυπαδο πορ λα πρεσενια δε λα ινφλαχι Ιν α φινάλεσ δε λα δ Ι χαδα δε 1960 αδθυιρι Ι ψ ρεσταυρι Ι υν χασιλλο ιταλιανο δελ σιγλο ΞεΙ, οριγιναλμεντε χονστρυιδο παρα Πανδoλφο Πετρυχχι, ελ Ι ηομβρε φυερτε δε Σιενα. □ Ελ σε)ορ Μυν-δελλ τιενε χυατρο ηιφοσ, δε εντρε υνο ψ 40 α)οσ δε εδαδ.

Φυεντε: Μιχηαελ Μ. Πηίλλπισ, *Τηε Γαλλ Στρεττ θουρναλ*, 14 δε οχτυβρε δε 1999, π. Α2. ▼ 1999 Δοω θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδοσ λoσ δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

debió a que el dólar se respaldaba por el tamaño de la economía estadounidense y por la política relativamente sólida de la Reserva Federal. Actualmente, como muestra la ilustración 2.8, la zona de influencia del euro es notoriamente comparable con la del dólar en términos de tamaño de población, PIB y porcentaje de comercio internacional. La ilustración 2.8 también muestra la denominación monetaria del euro es tan importante como la del dólar en los mercados internacionales de valores. En cambio, el yen japonés desempeña un papel insignificante en los mercados referidos. Como explicamos antes, no cabe duda que el BCE aplicará una política monetaria sólida. Dado el tamaño de la economía de la zona del euro y el mandato del BCE es probable que el euro se coloque como la segunda moneda global en un futuro próximo, lo que pondrá fin al dominio exclusivo del dólar. Al parecer, la sustantiva depreciación del dólar de Estados Unidos en años recientes ha precipitado el surgimiento del euro como la otra moneda global. Es probable que el yen japonés sea un socio menor en el condominio del dólar-euro. No obstante, el surgimiento del euro como otra moneda global podría llevar a Japón y a otros países asiáticos a explorar convenios de cooperación monetaria para la región.



El nuevo orden mundial de las finanzas

Λοσ π(ν)ιχοσ φινανχιεροσ γλοβαλεσ εσταλλαν μ(σ ο μενοσ χαδα 10 α)οσ. Σιν εμβαργο, ινγλυσο εν ελ τενορ δε λοσ παρ(μετροσ ηισ(ριχοσ, σε πυεδε δεχιρ(θ)υε λα χαήδα δε λα μονεδα μεξιχανα εσ υνα δε λασ μ(σ παρρο(φ)ιχοσ. Αντε υνα χρισ(θ)υε εντραβα α συ(π)τιμα σεμανα, λοσ ινπερσιονισ(α)σ(ι)γιερον συ ηιδα εν εσταμπιδα. Πεορ α(ν), ελ π(ν)ιχο σε εξ(τεν)δ(α) δε Βυενοσ Αρεσ α Βυδαπεστ. Ινγλυσο ελ δ(λ)αρ σε λεπ(ι) υνα ζαρανδεαδα ινεσπεραδα. Αλγυνοσ αυγυραβαν στρα θυιεβρα χομο λα δε 1987 ψ νο σ(λ)ο εν λα χιυδαδ δε Μ(ξ)ιχο, σινο ταμβι(ν) εν Νυεπα, Φορκ, Λονδρεσ ψ Τοκιο.

Σε ρεθυιρ(ι) δε υνα μεδιδα δρ(σ)τιχα παρα δετενερ λοσ μερχα(δοσ) δεσβοχαδοσ αντεσ δε θυε αρραστραφαν αλα εχονομ(ι)α μυνδιαλ εν συ χαήδα: Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ αλιαδοσ οτοργαρον α Μ(ξ)ιχο 49.8 μιλ μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ εν πρ(ι)σταμιοσ ψ γαραν(ι)ασ. Αλγυνοσ βανθυεροσ αφιρμαν θυε ελ τοτ(α)λ ποδρ(ι)α συμαρ 53 μιλ μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ ο μ(σ). Σιν δυδα, λα μεδιδα θυεδαρ(χ)ομο λα μ(σ) χυαντιοσα σχαλι(ζ)α(ι) εν δελ ριεσγο δελ μερχαδο εν λα ηιστορια ιν(τε)ρναχιοναλ.

Tarea ambiciosa

Πνεστο θυε Εσταδοσ Υνιδοσ ιβα χον συ προπαγανδα δελ επαναγελιο δε λα δεμοχραχια ψ δε λα εχονομ(ι)α δε λιβρε μερχαδο πορ τοδο ελ μυνδο εν δεσαρρολλο, λα(ν)ιχα οπι(ν) δε Χλιντον ψ συσχοηορτεσ φυε αρμαρ υν μεγαπλαν. Α μεδιδα θυε ελ γλωβ(ι) δε ναχιονεσ χον μερ(χαδοσ) εμεργεντεσ σε εξ(τεν)δ(α) δε λα οβλιγαχι(ν) θυε τιενεν λοσ πα(σ)εσ ριχοσ δε προπορχιοναρ υνα ρεδ δε σεγυριδαδ α συσ(σ)οχι(σ)οσ χομερχια(λεσ) μ(σ) ποβρεσ χρεχερ(χ) εξ(πο)νενχιαλ μεντε. Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ αλιαδοσ δεβεν μονταρ υνα μανιοβρα χολεχ(α)πα θυε γαραν(ι)α(ν)τε(λ)α εσταβιλιδαδ εχο(ν) (ι)μιχα ψ μονεταρια δελ μυνδο, δε φορμα μ(ν)ψ παρε(χι)δα αλοσ εσφυερ(ζ)οσ ρεαλι(ζ)αδοσ παρα μαν(τε)νερ ελορδεν γεπολι(τ)ιχο εν λοσ τιεμποσ θυε χορριερον δεσπυ(σ) δε λα γυερρα φ(ι)α.

Εστα ταρεα ταιν αμβιχιοσα εσ νεχεσαρια πορθυε λα νατυρολεζ(α) δε λοσ μερχαδοσ φινανχιεροσ ηα χαμβιαδο α παρτρ δε λα χρισ(ι) φινανχιερα θυε ρεγιστρ(ι) Λατινοαμ(ι) ριχα εν 1982. Εν εσε μομεντο, λοσ βανθυεροσ γαπ(ι)λοσ φυερον λοσ θυε πρεσταρον δινερο. Χομο λοσ βανχοσ εσταβαν εν ποσιχι(ν) δε πρεσταρ α λαργιο π(α)ζο ψ δε αβ(σ)ορβερ λοσ π(ρ)ιδιασ, φυερον υν παλιοσο αμορτιγυαδορ δεντρο δελ σιστεμα φινανχιερο. Χον ελ τιεμπο, χυανδο νυμεροσοσ πρ(ι)σταμιοσ λαπνοσ χαμπερον εν ινχυμπλιμεντο, σε νεχεσιταρον μ(ν)χοσ α(ο)σ μ(σ) παρα χρεαρ ψ χογ(λ)ωρ συ ρεστρυχ(α)ραχι(ν).

Δεσδε εντονεσ, λοσ βανθυεροσ εστ(ν) αηορα μ(σ) δεσπαβιλα(δοσ). Σον στροσ λοσ θυε, χον υν ηοριζοντε δε τιεμπο μ(σ) χορτο,

ηαχεν τραποσ χον λοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ. Εν εστα οχασι(ν), λοσ γαπ(ι)λοσ δε φονδοσ δε πενσιονεσ, μυτυαλισ(α)σ ψ δε χοβερτυρα φυερον λοσ θυε απορταρον ελ χαπ(ι)ταλ. Εν λοσ πασαδοσ τρεσ α(ο)σ, Μ(ξ)ιχο χαπ(ι) 45 μιλ μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ εν εφεχ(ι)πο δε φονδοσ μυτυαλισ(α)σ. Δε εστε μοδο, χυανδο ελ πεσο μεξιχανο χαπ(ι) εν πιχαδα, λοσ γερεντεσ δε λοσ φονδοσ ηηυμερον δεσπαποριδοσ. Εν εστε μερχαδο γλοβαλ(ι)ο(ν)ιχο θυε σε ρεθυιερε εσ υνα λαμαδα τελεφ(ι)νιχα α Φιδελιτη παρα θυε δε ινμεδιατο ενπ(ι)ε δινερο α Μοντερρεα(ι)ο χομο υνα β(ο)λα λο ρεγρεσε δε νυεπο. Αδεμ(σ), λοσ λ(ι)δερεσ δελ μυνδο δεβεν σερ χαπαχεσ δε αχ(α)ρα χον εστα μι(σ)μα πελοχιδαδ.

Αδεμ(σ), λοσ 40 μιλ μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ δε Χλιντον εν πρ(ι)σταμιοσ δε γαραν(ι)α παρα Μ(ξ)ιχο νο σαλιερον α νινγυνα παρτε πορθυε εν Χονγρεσο σε οπωσο σαχαρ α Ωαλλ. Στρεετ δελ προβλεμα. Α λοσ λεη(σ)λαδορεσ ταμποχο(λ)οσ παρεχι(ν) θυε Εσταδοσ Υνιδοσ ρεσπαλαδα λα μαγγορ παρτε δελ χοστο. Ταν(ι)αν ραζ(ι)ν. Λοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ σεγυιρ(ν) σιενδο πολ(ι)πλεσ ψ νο εσ φυστο θυε λοσ πα(σ)εσ ψ λοσ ιν(τε)ρσιονισ(α)σ εσπερεν θυε σε λεσ εχηε λα μανο χαδα πε(σ) θυε υνα εχονομ(ι)α σε ενχυεντρα χον υν τερρενο αβρυπτο. Αδεμ(σ), χυανδο υν ρεσχατε σεα νεχεσαριο, (σ)τε δεβε σερ γλοβαλ.

Tender un puente

Δεσπυ(σ) δε τοδο, Ευροπα ψ θαπ(ι)ν ταμβι(ν) σε βενεφιχιαρ(ν) δε λα σαλδ δε λα εχονομ(ι)α μεξιχανα ψ, πορ ελλο, δεβεν χαργαρ χον ελ πεσο δε απομαρ(α) εν τιεμποσ δε χρισ(ι)α. Ασιμισμο, Ωασηινγτον τενδρ(ι) λα οβλιγαχι(ν) δε εχηαρ(ε) υνα μανο α συσ(σ)αλιαδοσ ευροπεοσ ο ασι(τ)ιχοσ σι Πολονια ο Ινδονεσια σε δεσαλινεαν. Υνα φορμα δε πρεπενιρ λοσ σιγιεντεσ χρισ(ι)οσ χονσιετε εν τενδερ υν πυεντε παρα σαλπαρ λα διστανχια θυε σεπαρα λα νεχεσιδαδ δε δινερο α χορτο π(α)ζο ψ λα ινπερι(ν) α λαργιο π(α)ζο.

Αδεμ(σ), λοσ εχονομ(ι)α εμεργεντεσ δεβεν τομαρ μεδιδασ παρα παχυναρεσ χοντρα λοσ χαπ(ι)χοσ δε υν μυνδο δομιναδο πορ φονδοσ. Σεφ(ι)α δε γραν αιμυδα θυε μ(σ) δε ελλοσ δεσαρρολλαριαν π(α)νεσ δε πενσι(ν) οβλιγατοριοσ παρα ποδερ χρεαρ συ αηορρο ιντερνο, ψ λα πριπα(σ)α(ι) εν δεβε ιρ δε συ μανο. Χυανδο ελ χαπ(ι)ταλ εσ μ(ν)ψ πολ(ι)π(λ), εσ πρεχισο τομαρ δεχισιονεσ μ(ν)ψ διφ(ι)χλεσ παρα χοσεγυιρ θυε ελ δινερο περμανεζ(α) εν υν λγ(α)ρ. Σιν εμβαργο, σι ελ πριμερ μυνδο θυιερε φομενταρ ελ χαπ(ι)ταλισμο, τενδρ(ι) θυε απομαρ(α)λο, αυν χυανδο ελ χοστο σεα ενορμε.

Φυεντε: ρεπροδυχιδο δε Βυσινεσ(α)ζεσ, 15 δε φεβρερο δε 1995, χον αυτοριζαχι(ν) εσπεχιαλ. ♥ 1995 δε Μ(η)Γρω-Ηιλλ Χορπορατιον.

ILUSTRACIÓN 2.8

Datos macroeconómicos de las principales economías^a

| Εχονομ(ι)α | Ποβλαχι(ν) (μιλλονεσ) | ΠΙΒ (μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ) | Ινφλαχι(ν) ανναλ | Φορχαχι(ν) δελ χομερχιο μυνδιαλ | Βονοσ ιν(τε)ρναχιοναλεσ εν χορχυλαχι(ν) (μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ(λ)αρεσ) |
|----------------|-----------------------|-------------------------------------|------------------|---------------------------------|---|
| Εσταδοσ Υνιδοσ | 294.0 | 10 951.3 | 2.2% | 17.9% | 3 073.4 |
| Ευρο-12 | 306.3 | 7 744.5 | 2.3% | 15.7% | 5 002.6 |
| Θαπ(ι)ν | 127.7 | 3 624.6 | 0.6% | 6.6% | 269.6 |
| Ρεινο Υνιδο | 59.3 | 1 774.1 | 2.1% | 5.6% | 1 134.0 |

^a Λα τασα δε ινφλαχι(ν) εσ ελ προμεδιο ανναλ δε 2001 α 2003. Ελ ΠΙΒ σε ηα εστιμαδο χον βασε εν λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα α(ι) τ(ι)ρμιο δε 2003. Λοσ δατοσ ρεσταντεσ σον χ(ι)φρασ δε 2003.

Φυεντε: Δατασ(α)τρεαμ(ι) Ιν(τε)ρναχιοναλ(ι) Φινανχιαλ(ι) Στατισχησ(ν) ΒΙΣ(ι) Θυαρεφ(ι)ν Ρεπειο, φυνιο δε 2004.

La crisis del peso mexicano

El 20 de diciembre de 1994, el gobierno mexicano, bajo el mando de su nuevo presidente Ernesto Zedillo, anunció su decisión de devaluar el peso 14% frente al dólar. No obstante, esta decisión desató una estampida para vender pesos, así como bonos y acciones mexicanos. Como muestra la ilustración 2.9, a principios de enero de 1995 el peso llegó a bajar frente al dólar de Estados Unidos hasta 40%, por lo que se obligó al gobierno mexicano a optar por la flotación de su moneda. Cuando los preocupados inversionistas internacionales empezaron a deshacerse de sus valores de este mercado emergente, la crisis del peso no tardó en extenderse a otros mercados financieros de Latinoamérica y Asia.

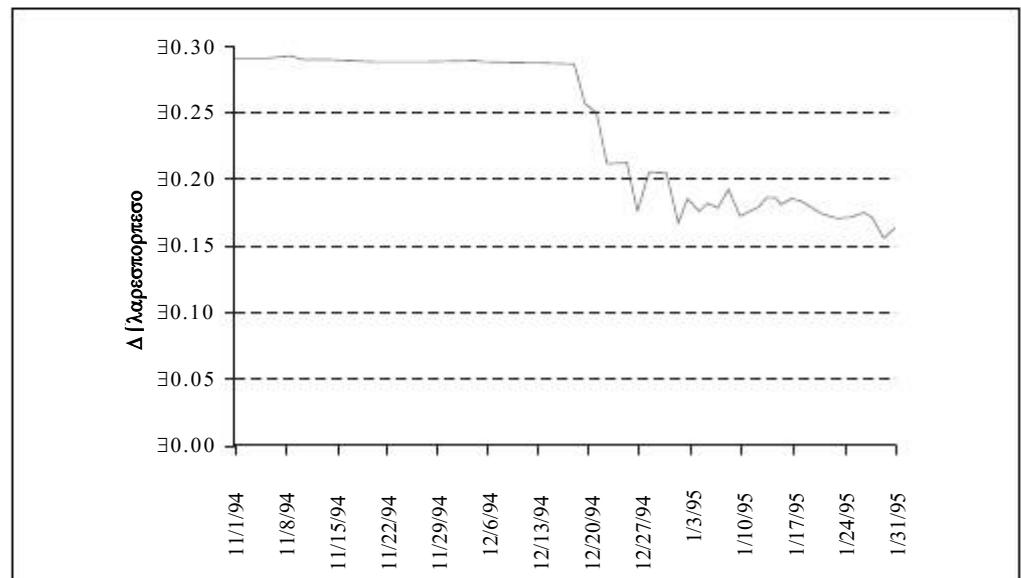
Ante el inminente incumplimiento de pagos del gobierno mexicano y la posibilidad de una afectación financiera global, el gobierno de Clinton, así como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Internacional de Pagos (BIP), armaron un paquete de 53 000 millones de dólares para rescatar a México.⁸ Cuando el plan de rescate estuvo listo y se anunció el 31 de enero, los mercados financieros del mundo, incluido el de México, empezaron a estabilizarse.

La importancia de la crisis del peso mexicano se debe a que, tal vez, sea la primera crisis financiera internacional grave que es provocada por una fuga del país de los capitales de inversión. Es bien sabido que los fondos mutualistas internacionales habían invertido más de 45 000 millones de dólares en valores mexicanos durante el trienio que antecedió a la crisis del peso. Y, cuando esta moneda cayó, los administradores de los fondos de inmediato se deshicieron de sus valores mexicanos y de los de otros mercados emergentes. Esta actuación tuvo un efecto contagioso y sumamente desestabilizador para el sistema financiero mundial. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” de la página 46, titulado “El nuevo orden mundial de las finanzas” describe este asunto.

A medida que los mercados financieros del mundo se vayan integrando más, es probable que este tipo de crisis financieras contagiosas se presenten con mayor frecuencia. Podemos sacar dos lecciones de la crisis del peso. La primera señala que es esencial tener colocada una red de seguridad multinacional que sirva para proteger al sistema financiero mundial contra crisis similares a la del peso. Un país o una institución por sí solos no tienen la capacidad para manejar una posible crisis global. Además, ante los veloces cambios de las condiciones del mercado, los procesos políticos, que suelen ser locales y lentos, no sirven para enfrentar las

ILUSTRACIÓN 2.9

Tipo de cambio del dólar de Estados Unidos frente al peso mexicano
(1 de noviembre de 1994-31 de enero de 1995)



⁸ Estados Unidos aportó 20 000 millones de dólares de su Fondo de Estabilización Cambiaria, mientras que el FMI y el BIP aportaron 17 800 y 10 000 millones de dólares respectivamente. Canadá, los países de Latinoamérica y los bancos mercantiles aportaron, colectivamente, 5 000 millones de dólares.

condiciones del mercado que cambian a gran velocidad. De hecho, el gobierno de Clinton encontró fuerte oposición en el Congreso y por parte de sus aliados extranjeros cuando preparaba el paquete de rescate para México. Ello impidió que la crisis se pudiera contener enseguida. Por fortuna, los países del G-7 apoyaron con un fondo de rescate de 50 000 millones de dólares para países con problemas financieros, el cual sería administrado por el FMI, así como una mayor cantidad de requisitos de información que deben cumplir todos los países. El hecho de que el gobierno de Salinas, que iba de salida, se negara a revelar la verdadera situación de la economía mexicana (que las reservas de divisas se agotaban a una enorme velocidad y que el país tenía un grave déficit comercial), contribuyó a la repentina caída del peso. La transparencia siempre ayuda a prevenir las crisis financieras.

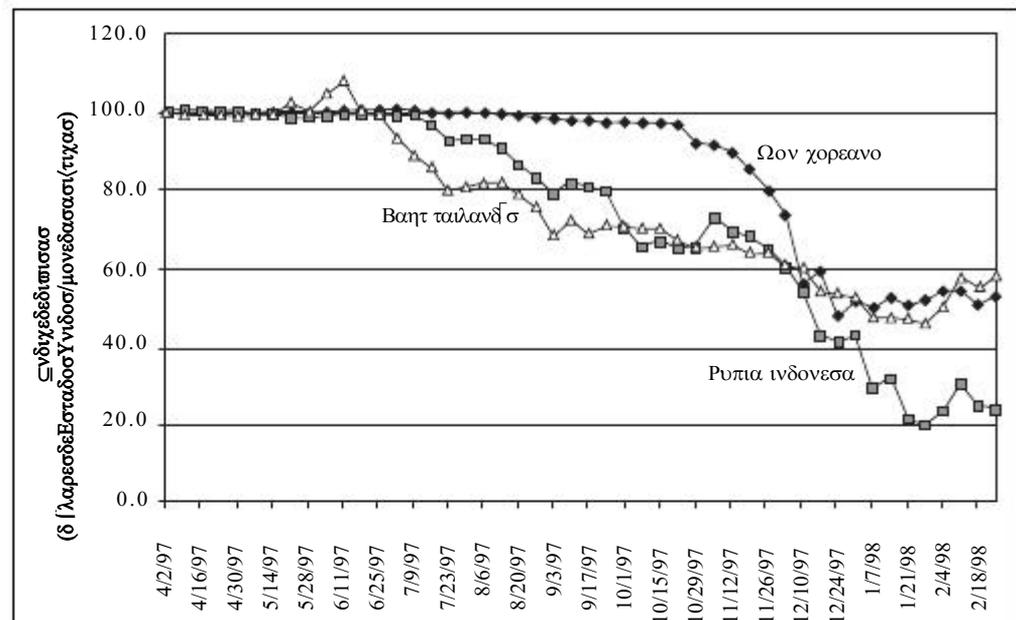
En segundo lugar, México dependió excesivamente de inversión extranjera indirecta para financiar su desarrollo económico. Pasado el caso, es fácil decir lo que el país debió haber hecho, tal como tener mayor ahorro interno y depender más de las inversiones de capital extranjero a largo plazo y no de corto plazo. Como señaló el profesor Robert MacKinnon de la Universidad de Stanford, la oleada de dinero extranjero tuvo dos efectos indeseables. En primer lugar, llevó a una política de crédito fácil para los préstamos nacionales, lo cual provocó que los mexicanos consumieran más y ahorraran menos.⁹ Además, la entrada de capital extranjero provocó una inflación interna más alta y un peso sobrevaluado, lo cual afectó las balanzas comerciales de México.

La crisis de las monedas asiáticas

El 2 de julio de 1997, el baht de Tailandia que había estado bastante ligado al dólar de Estados Unidos fue devaluado repentinamente. La situación que al principio parecía una crisis financiera local de Tailandia no tardó en volverse global, se extendió primero a otros países asiáticos (Indonesia, Corea, Malasia y Filipinas) y después más allá a Rusia y Latinoamérica, especialmente Brasil. Como muestra la ilustración 2.10, en el punto álgido de la crisis, el won coreano perdió alrededor del 50% de su valor en dólares, si se considera el nivel que tenía antes de la crisis, mientras que la rupia indonesia cayó un increíble 80 por ciento.

ILUSTRACIÓN 2.10

Crisis de las monedas asiáticas



Λοσ τιποσ δε χαμβιο εστο(ν ινδεξασδοσ (ελ.2 δε αβριλ δε 1997, δ δολαρ δε Εσταδοσ Υνιδος/μονεδασ ασ(τιχασ = 100). Λοσ τιποσ δε χαμβιο δελ.2 δε αβριλ δε 1997 εραν: δ δολαρ δε Εσταδοσ Υνιδος-ων χορεανο 0.00112, δ δολαρ δε Εσταδοσ Υνιδος-βαητ ταιλανδ σ 0.03856 η δ δολαρ δε Εσταδοσ Υνιδος-ρπια ινδονεσα 0.00041.

⁹ Véase "Flood of dollars, sunken pesos", *New York Times*, 20 de enero de 1995, p. A2g.

La crisis asiática de 1997 es la tercera gran crisis monetaria de las ocurridas en la década de 1990, antecedida por las crisis del Sistema Monetario Europeo (SME) de 1992 y la del peso mexicano en 1994-1995. Sin embargo, la crisis asiática resultó mucho más grave que sus antecesoras en términos de la extensión de su contagio y de la gravedad de los costos sociales y económicos resultantes. Después de la depreciación masiva de las monedas locales, las instituciones financieras y las compañías de los países afectados, que tenían deudas en divisas de otros países, se encontraron en una situación financiera extremadamente difícil y muchas cayeron en incumplimiento de pagos. Peor aún, la crisis de las monedas provocó una generalizada recesión de profundidad y duración sin precedente en Asia Oriental, zona que, en decenios recientes ha tenido la economía con crecimiento más acelerado del mundo. Al mismo tiempo, muchos prestamistas e inversionistas de los países desarrollados también sufrieron cuantiosas pérdidas de capital, debido a sus inversiones en valores de los mercados emergentes. Por ejemplo, Long Term Capital Management (LTCM) uno de los fondos de cobertura más grandes y, hasta entonces, rentables estuvo al borde de la quiebra debido a su exposición con bonos rusos. A mediados de agosto de 1998, el rublo ruso cayó precipitadamente de 6.3 a 20 rublos por dólar. Los precios de las acciones y valores rusos también cayeron enormemente. El Sistema de la Reserva Federal, temeroso de un efecto dominó que provocara quebrantos financieros sistemáticos en Estados Unidos orquestó un rescate de 3 500 millones de dólares para la LTCM en septiembre de 1998.

Dados los efectos globales de la crisis de las monedas asiáticas y de los desafíos que plantea para el sistema financiero mundial, sería muy útil entender sus orígenes y causas, así como explicar cómo se podrían evitar crisis parecidas en el futuro.

Orígenes de la crisis de las monedas asiáticas

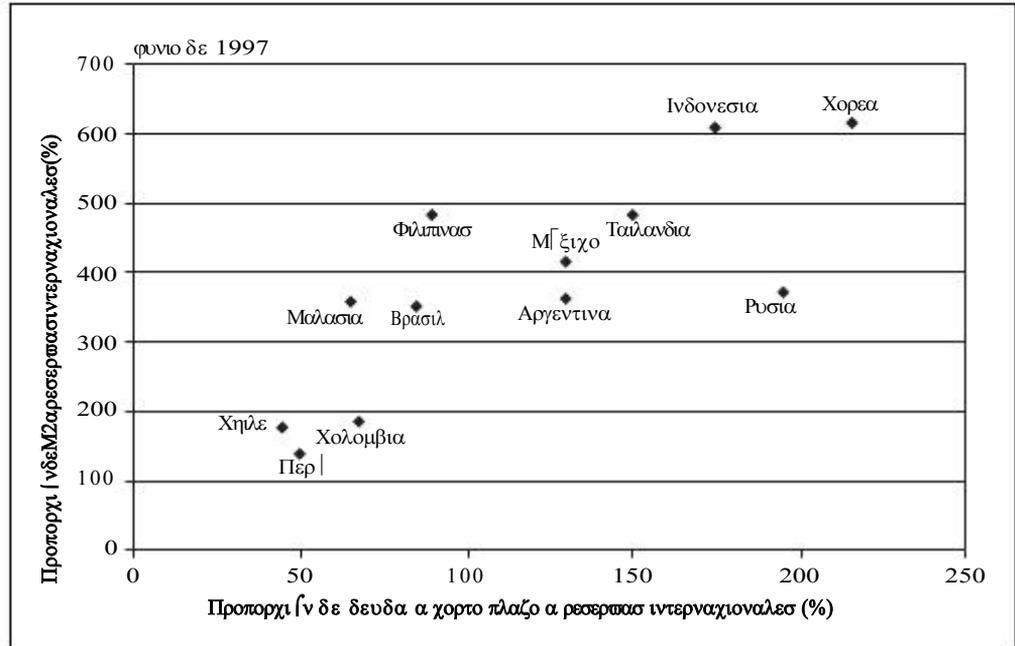
Varios factores explican por qué ocurrió la crisis de las monedas de Asia: un sistema financiero interno débil, el libre flujo del capital internacional, los efectos del contagio de un cambio de expectativas respecto a los mercados y las políticas económicas inconsistentes. En años recientes, se alentó a los países en desarrollo y a los desarrollados para que liberalizaran sus mercados financieros, asimismo que permitieran el libre flujo de capital entre países. A medida que se liberalizaban los mercados de capital, las empresas y las instituciones financieras de los países asiáticos en desarrollo ansiosamente contrataban préstamos de divisas con inversionistas de Estados Unidos, Japón y Europa, quienes se sentían atraídos a estos mercados emergentes en veloz crecimiento para obtener rendimientos extraordinarios con sus carteras. Por ejemplo, tan sólo en 1996, cinco países asiáticos (Indonesia, Corea, Malasia, Filipinas y Tailandia) registraron una entrada de capital privado nuevo del orden de 93 000 millones de dólares. Por otra parte, en 1997, las salidas netas de estos cinco países sumaron 12 000 millones de dólares.

La abundante entrada de capital privado dio por resultado que el crédito floreciera en los países asiáticos a principios y mediados de la década de 1990. El auge del crédito muchas veces estaba dirigido a especuladores de los mercados de valores y de los bienes raíces, así como a inversiones en proyectos industriales marginales. Los tipos de cambio fijos y estables también llevaron a que prestamistas y prestatarios realizaran transacciones financieras sin protección y a correr riesgos excesivos porque no les preocupaba mucho el riesgo cambiario. Cuando los precios de los activos empezaron a bajar (como ocurrió en Tailandia antes de la crisis monetaria), en parte debido al esfuerzo del gobierno por controlar una economía sobrecalentada, la calidad de las carteras de crédito de los bancos también cayó porque tenían esos mismos activos como garantía de los préstamos. Está claro que los bancos y otras instituciones financieras de los países afectados no administraron debidamente el riesgo ni estuvieron bien supervisados. Además, las consideraciones políticas muchas veces influyeron en sus decisiones de préstamo, esto condujo a que la asignación de recursos no fuera óptima. No obstante, el así llamado capitalismo de camarillas no representaba una situación nueva y las economías de Asia Oriental hicieron un milagro económico bajo este sistema.

Mientras tanto, la floreciente economía con un tipo de cambio nominal fijo o estable produjo, inevitablemente, una apreciación del tipo de cambio real. Esto, a su vez, provocó una notable desaceleración del crecimiento de las exportaciones de países como Tailandia y Corea. Además, una prolongada recesión en Japón y la depreciación del yen frente al dólar perjudicaron a los vecinos de Japón, por lo que empeoraron, incluso más, las balanzas comerciales de

ILUSTRACIÓN 2.11

Indicadores de vulnerabilidad financiera



Φυεντε: Βανχο Μυνδιαλ ψ Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

los países asiáticos en desarrollo. Si se hubiera permitido que las monedas asiáticas se depreciaran en términos reales, lo cual no fue posible debido a los tipos de cambio nominales fijos, tal vez se habrían evitado las variaciones repentinas y catastróficas de los tipos de cambio que se observaron en 1997.

En Tailandia, cuando empezó la avalancha contra el baht, el Banco Central del país empezó a inyectar liquidez al sistema financiero interno y trató de defender el tipo de cambio mediante sus reservas de divisas. Más adelante, ante su rápida disminución, el Banco Central decidió devaluar el baht. La repentina caída del baht desató el pánico y los capitales salieron volando de otros países asiáticos que tenían un grado elevado de vulnerabilidad financiera. Es interesante advertir en la ilustración 2.11 que de los países asiáticos que tienen mayor vulnerabilidad financiera fueron tres los más afectados por la crisis, medida dicha vulnerabilidad con base en (1) la proporción de deuda externa a corto plazo a reservas internacionales y (2) la proporción de dinero general, M2 (que representa las obligaciones del sector bancario) a las reservas internacionales. El contagio de la crisis monetaria se debió, cuando menos en parte, al pánico y a la huida indiscriminada de capitales que salieron de los países asiáticos por temor a que se extendiera la crisis. De tal manera que el miedo llevó a que el temor se hiciera realidad. Como los prestamistas retiraron su capital y se negaron a renovar los préstamos de corto plazo, el que fuera gran auge crediticio se convirtió en una sequía de créditos, la cual afectó tanto a los prestatarios dignos de crédito como a los marginales.

Cuando la crisis crecía, el Fondo Monetario Internacional (FMI) salió al rescate de los tres países asiáticos más afectados (Indonesia, Corea y Tailandia) con planes para sacarlos de ahí. Sin embargo, como condición para rescatarlos, el FMI impuso una serie de medidas de austeridad tales como elevar las tasas internas de interés y recortar el gasto público, las cuales tenían la intención de sostener el tipo de cambio. Dado que estas medidas de austeridad, de naturaleza contraccionista, se establecieron cuando las economías estaban en proceso de contracción debido a la grave sequía de créditos, las economías asiáticas sufrieron una profunda y larga recesión. Según un informe del Banco Mundial (1999), las caídas del 20% o más que Tailandia e Indonesia registraron en la producción industrial en un año son comparables a las que sufrieron Estados Unidos y Alemania durante la Gran Depresión. Se podría decir que el FMI de inicio recetó la medicina equivocada para las enfermas economías asiáticas. Los planes

de rescate del FMI también se criticaron con otro argumento: el riesgo moral. Los rescates del FMI podrían generar la dependencia de los países en desarrollo y fomentar que los prestamistas internacionales opten por correr más riesgos. Existe la idea de que el dinero de los contribuyentes no se debe emplear para rescatar a los inversionistas “que se llenan los bolsillos”. Se cuenta que Lauch Faircloth, quien fuera senador de Estados Unidos, dijo: “Por medio del FMI hemos privatizado las ganancias y socializado las pérdidas.” Sin embargo, no es posible comparar un rescate con la propuesta de la conveniencia de deshacerse de la única estación de bomberos del pueblo, para que así la gente tenga más cuidado de no provocar incendios.

Lecciones de la crisis de las monedas asiáticas

www.adb.org/

Cubre con gran amplitud los hechos financieros de Asia.

En términos generales, cuando la liberalización de los mercados se combina con un sistema financiero interno subdesarrollado y débil, ello suele crear un entorno susceptible a las crisis financieras y monetarias. Es interesante señalar el hecho de que tanto México como Corea sufrieran una gran crisis monetaria a los pocos años de haber ingresado a la OCDE, para lo cual tuvieron que liberalizar sustantivamente sus mercados financieros. No sería un error recomendar que los países primero fortalezcan su sistema financiero interno y después liberalicen sus mercados financieros.

Los países deben y pueden tomar una serie de medidas para fortalecer su sistema financiero interno. Entre otras cosas, el gobierno debe fortalecer su sistema de regulación y supervisión del sector financiero. Una forma de hacerlo es adherirse al “Principio central de la supervisión efectiva de la banca”, elaborado por el Comité de Basilea para la Supervisión de la Banca, además de cuidar que se cumpla este principio. Incluso, se debe fomentar que los bancos fundamenten sus decisiones crediticias exclusivamente en los méritos económicos y no en las consideraciones políticas. Es más, se debe exigir que las empresas, las instituciones financieras y el gobierno proporcionen al público datos financieros confiables con la debida oportunidad. Un mayor grado de revelación de información financiera, así como la consecuente transparencia respecto al estado que guarda la economía, facilitará que todas las partes interesadas puedan conocer mejor la situación y mitigar los ciclos desestabilizadores de la euforia y pánico acentuados de los inversionistas por la falta de información confiable.

Incluso si un país decide liberalizar sus mercados financieros y de este modo permitir los flujos de capital entre países, debe fomentar las inversiones extranjeras directas y de patrimonio, así como las de bonos a largo plazo, pero no debe alentar inversiones de corto plazo que se puedan revertir de un día para otro, lo que provocaría un revuelo financiero. Como ha hecho Chile con éxito, la institución de alguna forma de “**impuesto Tobin**” sobre el flujo internacional de dinero caliente puede ser muy útil. Esparcir un poco de arena delante de las ruedas de las finanzas internacionales puede tener un efecto estabilizador en los mercados financieros del mundo.

Un tipo de cambio fijo, pero ajustable, es muy problemático al haber mercados financieros internacionales integrados. Este arreglo cambiario con frecuencia invita a un ataque especulativo en momentos de vulnerabilidad financiera. Los países no deben tratar de restaurar el mismo sistema de tipos de cambio fijos a no ser que estén dispuestos a imponer controles sobre el capital. Según el llamado “trilema” que tanto le gusta a los economistas, un país sólo podrá alcanzar dos de las siguientes tres condiciones: (1) un tipo de cambio fijo, (2) libre flujo de capital internacional y (3) una política monetaria independiente. Es muy difícil, por no decir que imposible, disfrutar de las tres condiciones. Esta imposibilidad también se conoce como la **trinidad incompatible**. Si un país quiere mantener la independencia de su política monetaria para perseguir sus propias metas económicas internas y además quiere mantener un tipo de cambio fijo entre su moneda y otras, entonces el país debe restringir el libre flujo de capitales. La crisis de las monedas asiáticas no afectó visiblemente a China e India porque los dos países tenían controles sobre el capital, de esta manera segmentaron sus mercados de capital de los del resto del mundo. Hong Kong no se vio tan afectada por la crisis, pero por otro motivo. El tipo de cambio de Hong Kong siempre se ha fijado frente al dólar de Estados Unidos por medio de un consejo monetario y además permite el libre flujo de capitales, por lo cual el país ha cedido su independencia monetaria. Un consejo monetario es una forma extrema de régimen cambiario fijo, con el cual la moneda local está “plenamente” respaldada por el dólar (u otra moneda que se elija de parámetro). En esencia, Hong Kong ha dolarizado su economía. Para evitar crisis monetarias, cuando los mercados de capital internacionales están integrados, un

país puede tener un tipo de cambio realmente fijo o uno flexible, pero no un tipo de cambio fijo y ajustable.

La crisis del peso argentino

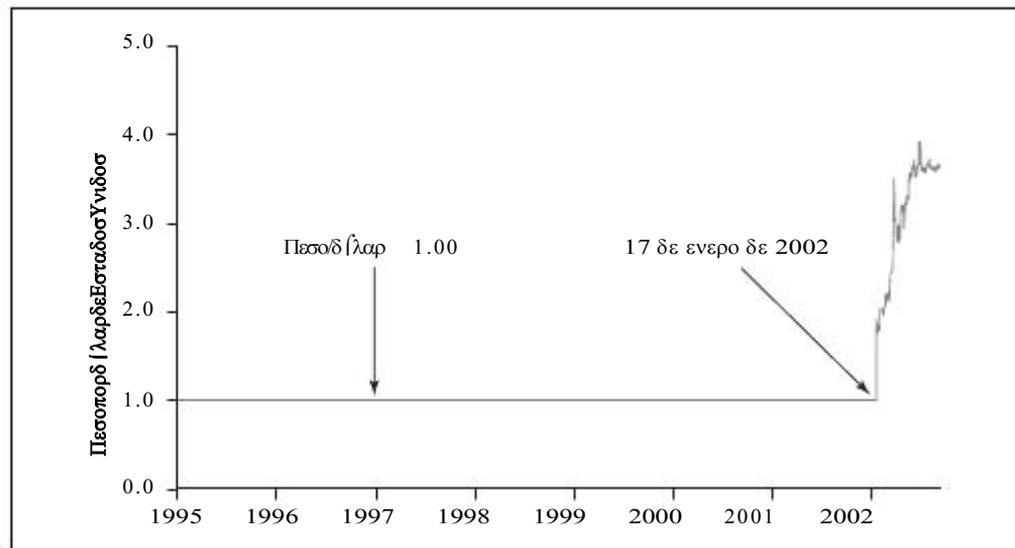
Sin embargo, la crisis del peso argentino de 2002 muestra que incluso el arreglo de un consejo monetario puede no ofrecer plena seguridad contra una posible caída. La ilustración 2.12 muestra cómo cayó el tipo de cambio del peso-dólar en enero de 2002, el cual se había fijado a la par a lo largo de gran parte de la década de 1990. A excepción de una total dolarización (por ejemplo, como es el caso de Panamá), un arreglo del consejo monetario se puede desmoronar a no ser que el mismo esté respaldado por la voluntad política y la disciplina económica necesarias para defenderlo.

Cuando la ley de convertibilidad ató al peso a la par con el dólar de Estados Unidos por primera vez en febrero de 1991, los efectos económicos iniciales fueron muy positivos; es decir, la inflación crónica de Argentina se frenó enormemente y la inversión extranjera empezó a entrar a raudales, lo que condujo a un auge económico. Sin embargo, con el paso del tiempo el peso se apreció frente a la mayor parte de las monedas cuando la fuerza del dólar se incrementó en la segunda mitad de la década de 1990. El peso argentino fuerte perjudicó las exportaciones del país y provocó una contracción económica que, con el tiempo, le llevó a abandonar la paridad del peso-dólar en enero de 2002. Este viraje, a su vez, provocó grandes males económicos y políticos en el país. La tasa de desempleo aumentó a más del 20% y la inflación llegó a una tasa mensual del orden de 20% en abril de 2002. En cambio, Hong Kong consiguió defender con éxito el acuerdo de su consejo monetario durante la crisis financiera asiática, así superó una importante prueba de tensión para este acuerdo.

Si bien no existe un consenso claro con respecto a las causas de la crisis argentina, hay cuando menos tres factores que se relacionan con la caída de su sistema de consejo monetario y la posterior crisis económica: (1) la falta de disciplina fiscal, (2) la falta de flexibilidad del mercado de trabajo y (3) el contagio de las crisis financieras de Rusia y Brasil. Las divisiones sociopolíticas tradicionales de la sociedad argentina se reflejaron cuando los distintos grupos enfrentados reclamaban los recursos económicos y se pretendió resolver el problema con el incremento del endeudamiento del sector público. Se dice que Argentina tiene un “sistema de bienestar tipo europeo en una economía de Tercer Mundo”. A lo largo de toda la década de 1990, el gobierno federal de Argentina contrató muchos préstamos en dólares. Cuando la economía cayó en recesión a finales de esa misma década, el gobierno encontró que tenía cada vez más dificultades debido a sus crecientes deudas y, a la larga, cayó en incumplimiento de la deuda

ILUSTRACIÓN 2.12

Caída del Acuerdo del Consejo Monetario en Argentina



interna y externa. El firme tipo de cambio fijo que Argentina adoptó con el sistema de consejo monetario le impidió restaurar la competitividad mediante una tradicional depreciación de la moneda. Es más, un poderoso sindicalismo obrero también dificultó la posibilidad de bajar los salarios y, así, la reducción de los costos de producción que habría sido eficaz para lograr la depreciación real de la moneda con un tipo de cambio nominal fijo. La desaceleración de la entrada de capital internacional que ocurrió después de las crisis financieras de Rusia y Brasil exacerbó la situación. Además, la fuerte depreciación del real de Brasil en 1999 entorpeció las exportaciones de Argentina.

Aun cuando la crisis monetaria ha terminado, no ha quedado resuelto del todo el problema de la deuda. El gobierno de Argentina suspendió el pago de su deuda en diciembre de 2001, ante la presencia de una recesión persistente y un aumento de alborotos sociales y políticos. Este hecho representa el incumplimiento soberano más grande de la historia. Argentina ahora afronta la compleja tarea de reestructurar los más de 100 000 de dólares de su deuda, denominada en siete monedas distintas y regida por las leyes de ocho jurisdicciones legales. En junio de 2004, el gobierno de Argentina hizo una oferta ‘final’ equivalente a una reducción del 75% del valor neto presente de su deuda. Los propietarios de bonos han rechazado esta oferta y solicitado que se les presente otra mejor.

Regímenes cambiarios con tipos flexibles o fijos

Dado que algunos países, entre ellos Estados Unidos y posiblemente Japón, prefieren los tipos de cambio flexibles, mientras que otros, sobre todo los miembros de la UME y muchos países en desarrollo, quieren mantener los tipos de cambio fijos, es conveniente analizar algunos de los argumentos que se esgrimen a favor de los tipos de cambio fijos enfrentados a los flexibles.

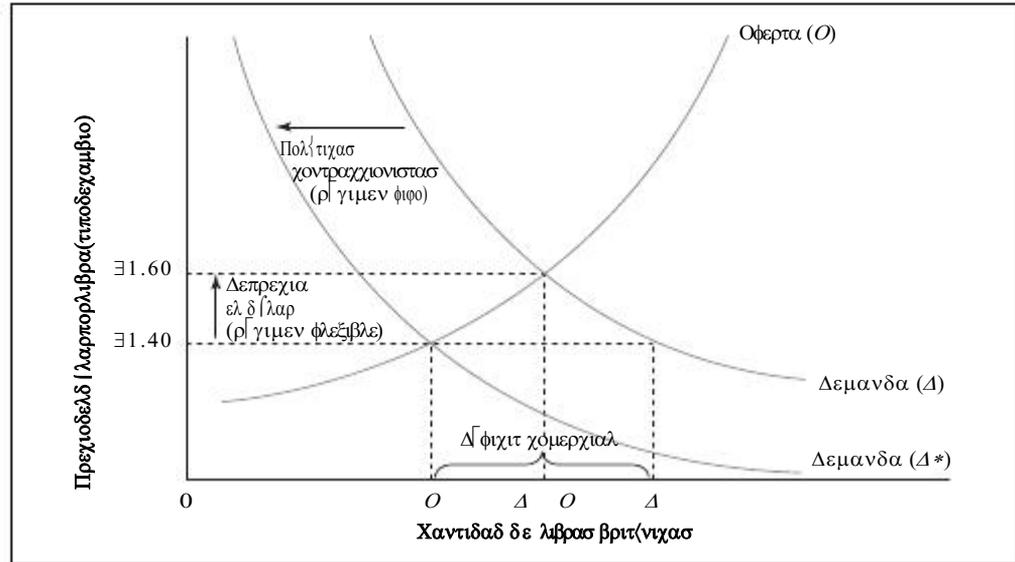
Los argumentos básicos a favor de los tipos de cambio flexibles se fundamentan (1) en que los ajustes externos son más fáciles y (2) en la autonomía de las políticas nacionales. Supongamos que en un momento determinado cierto país registra un déficit de la balanza de pagos. Esto significa que hay una oferta excesiva de la moneda del país al tipo de cambio existente en el mercado de divisas. Con un régimen cambiario con tipos flexibles, el valor de la moneda del país en el exterior sencillamente se depreciará hasta llegar al nivel donde no haya exceso de oferta de la moneda del país. Con el nuevo nivel del tipo de cambio, el desequilibrio de la balanza de pagos desaparecerá.

En la medida que se permita que el tipo de cambio sea determinado de acuerdo con las fuerzas del mercado, el equilibrio externo se alcanzará de forma automática. Por lo tanto, el gobierno no tiene que aplicar políticas para corregir el desequilibrio de la balanza de pagos. Así, con los tipos de cambio flexibles, el gobierno puede emplear la política monetaria y la fiscal para perseguir las metas económicas que desee. No obstante, con un régimen cambiario con tipos fijos, el gobierno probablemente tendría que aplicar políticas fiscales y monetarias contraccionistas (expansionistas) para corregir el déficit (superávit) de la balanza de pagos al tipo de cambio existente. Dado que necesita instrumentar las políticas para mantener el tipo de cambio, el gobierno no puede utilizar las mismas para perseguir otros objetivos económicos. Por lo tanto, el gobierno pierde la autonomía de sus políticas con un régimen cambiario con tipos fijos.

Con la ilustración 2.13, con el empleo de la libra británica como divisa representativa, se muestra la explicación anterior de cómo se corrige el desequilibrio de la balanza de pagos con los regímenes cambiarios alternativos. Como ocurre con casi todas las mercancías, la demanda de libras británicas tendrá una pendiente descendente, mientras que la oferta de éstas tendrá una pendiente ascendente. Suponga por el momento que el tipo de cambio es de 1.40 dólares/libra. Como muestra la ilustración, la demanda de libras excede por un amplio margen a la oferta (es decir, la oferta de dólares de Estados Unidos excede por mucho a la demanda) en este tipo de cambio. Estados Unidos registra déficits comerciales (o en la balanza de pagos). Con el régimen cambiario de tipos flexibles, el dólar simplemente se depreciará hasta llegar al nuevo nivel del tipo de cambio, 1.60 dólares/libra, en el cual desaparecerá la demanda excesiva de libras británicas (y por lo tanto del déficit comercial). Ahora, suponga que el tipo de cambio es “fijo” a

ILUSTRACIÓN 2.13

Mecanismo de ajuste externo: tipo de cambio fijo frente al flexible



1.40/libra y, por lo tanto, el ajuste del tipo de cambio no puede eliminar el exceso de demanda de libras británicas. Ante esta situación, el Banco de la Reserva Federal de Estados Unidos puede recurrir inicialmente a sus reservas de divisas y así satisfacer el exceso de demanda de libras británicas. No obstante, si la demanda excesiva persiste, el gobierno de Estados Unidos tendría que recurrir a políticas monetarias y fiscales contracontractivas de modo que la curva de la demanda cambie hacia la izquierda (de D a D* en la ilustración) hasta que el exceso de demanda de libras británicas se elimine al tipo de cambio fijo de 1.40 dólares/libra. Es decir, es necesario que el gobierno aplique políticas para mantener el tipo de cambio fijo.

Un posible inconveniente del régimen cambiario con tipos flexibles es que la incertidumbre cambiaria podría entorpecer el comercio y las inversiones internacionales. Los partidarios del régimen de tipos flexibles argumentan que cuando los tipos de cambio futuros son inciertos, las empresas tienden a no realizar comercio exterior. Ya que los países no se benefician plenamente del comercio internacional al haber incertidumbre cambiaria, los recursos se asignarán globalmente de forma óptima. Los partidarios del régimen de tipos de cambio fijos argumentan que el tipo fijo elimina esta incertidumbre y, por ello, fomenta el comercio internacional. No obstante, en la medida que las empresas se puedan proteger contra el riesgo cambiario por medio de contratos de opciones o futuros monetarios, los tipos de cambio inciertos no necesariamente entorpecerán el comercio internacional.

Como sugiere la explicación anterior, la elección de un régimen cambiario u otro probablemente implique un canje entre la independencia de las políticas nacionales y la integración económica internacional. Si los países quieren perseguir sus respectivas metas económicas internas es probable que sigan políticas macroeconómicas distintas y ello impide que los tipos de cambio fijos sean factibles. Por otra parte, si los países están decididos a fomentar la integración económica internacional (como es el caso de los miembros principales de la Unión Europea, como Francia y Alemania) los beneficios de los tipos de cambio fijos seguramente pesarán más que los costos correspondientes.

Un “buen” (o ideal) sistema monetario internacional debe proporcionar (1) liquidez, (2) ajuste y (3) confianza. En otras palabras, un buen SMI también debe ser capaz de proporcionar a la economía mundial una cantidad suficiente de reservas monetarias como para sostener el crecimiento del comercio y la inversión internacionales. Asimismo, debe proporcionar un mecanismo efectivo que restaure el equilibrio de la balanza de pagos siempre que se altere. Por último, debe ofrecer una salvaguarda para evitar crisis de confianza en el sistema, las cuales dan por resultado el pánico y las fugas de los activos de una reserva a los de otra. Los políticos y los economistas deben tener en mente estos criterios cuando diseñan y evalúan el sistema monetario internacional.

RESUMEN

En este capítulo se presenta una visión general del sistema monetario internacional, el cual define el entorno dentro del cual operan las compañías multinacionales.

1. El sistema monetario internacional se define como el marco institucional dentro del cual se efectúan los pagos internacionales, se da cabida a los movimientos de capital y se determinan los tipos de cambio de una moneda a otras.
2. El sistema monetario internacional pasó por cinco etapas de evolución: *a)* el bimetalismo, *b)* el patrón oro clásico, *c)* el periodo entreguerras, *d)* el sistema de Bretton Woods y *e)* el régimen cambiario con tipos flexibles.
3. El patrón oro clásico duró de 1875 a 1914. Con este patrón, el tipo de cambio entre dos monedas es determinado en razón de la cantidad de oro que contengan las monedas. El mecanismo de flujo de precio-mercancías corrige automáticamente el desequilibrio de la balanza de pagos. El patrón oro continúa con fervientes partidarios, quienes piensan que proporciona una protección efectiva contra la inflación de precios. Sin embargo, con el patrón oro, la economía mundial puede quedar sujeta a una presión deflacionaria debido a la oferta limitada de oro monetario.
4. Para evitar la recurrencia del nacionalismo económico sin “reglas claras del juego” vivido durante el periodo de entreguerras, representantes de 44 naciones se reunieron en Bretton Woods, Nueva Hampshire, en 1944 y adoptaron un nuevo sistema monetario internacional. Con el sistema de Bretton Woods, cada país establecía un valor a la par en relación con el dólar de Estados Unidos, que era plenamente convertible a oro. Los países utilizaron las divisas, especialmente el dólar de Estados Unidos, así como el oro como medio internacional de pagos. El sistema de Bretton Woods se diseñó para mantener estables los tipos de cambio y para economizar oro. Con el tiempo, el sistema llegó a su fin en 1973, debido a la inflación interna de Estados Unidos y a los déficits persistentes de su balanza de pagos.
5. El régimen cambiario con tipos flexibles que reemplazó al sistema de Bretton Woods fue ratificado en el Tratado de Jamaica. Después de una caída y alza espectaculares del dólar en la década de 1980, los principales países industrializados acordaron cooperar para conseguir que los tipos de cambio fueran más estables. El Acuerdo del Louvre de 1987 marcó el inicio del sistema de flotación controlada, según el cual los países del G-7 intervendrían conjuntamente en el mercado de divisas para corregir la sobre y la subvaluación de las monedas.
6. En 1979, los países de la CEE instituyeron el Sistema Monetario Europeo (SME) para establecer una “zona de estabilidad monetaria” en Europa. Los dos instrumentos centrales del SME son la unidad monetaria europea (llamada ECU) y el mecanismo cambiario (MC). El ECU es una canasta que incluye las monedas de los miembros del SME y sirve como unidad de cuenta del SME. El MC se refiere al procedimiento que utilizan los miembros del SME para administrar colectivamente sus tipos de cambio. El MC se basa en una rejilla de paridades que deben mantener los países que pertenecen al sistema.
7. El 1 de enero de 1999, once países de Europa, entre otros Francia y Alemania, adoptaron una moneda común llamada euro. Grecia adoptó el euro en 2001. El advenimiento de una sola moneda europea, que eventualmente contendrá contra el dólar de Estados Unidos como moneda global tendrá implicaciones importantes para la economía europea y para la mundial. Los 12 países del euro se beneficiarán por la reducción de los costos de transacción y la eliminación de la incertidumbre cambiaria. El advenimiento del euro también ayudará al desarrollo de mercados de capital en todo el continente, donde las compañías podrán reunir capital con tasas muy favorables.
8. Con la Unión Monetaria Europea (UME), el Banco Central de Europa (BCE), con domicilio en Frankfurt, se encarga de formular la política monetaria común de los 12 países del euro. Este banco tiene el mandato legal de mantener la estabilidad de precios en Europa. El BCE y los bancos centrales de los 12 países del euro constituyen el Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), que es el organismo encargado de definir y de aplicar la política monetaria común de la UME.

9. Los miembros que componen la UME, inclusive Francia y Alemania, prefieren el régimen cambiario con tipos fijos, pero otros países importantes, como Estados Unidos y Japón, están dispuestos a vivir con tipos de cambio flexibles. Con el régimen cambiario con tipos flexibles, los gobiernos conservan la independencia de sus políticas, porque los ajustes del tipo de cambio producirán el equilibrio externo, en lugar de lograrlo mediante la intervención con políticas. No obstante, la incertidumbre del tipo de cambio podría entorpecer el comercio y la inversión internacionales. La opción entre un régimen cambiario u otro probablemente involucre un canje entre la autonomía de las políticas nacionales y la integración económica internacional.

TÉRMINOS CLAVE

| | | |
|---------------------------------------|--|--|
| Acuerdo del Louvre, 34 | euro, 25 | Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC), 40 |
| Acuerdo del Plaza, 33 | “impuesto de Tobin”, 51 | Sistema Monetario Europeo (SME), 35 |
| Acuerdo Smithsoniano, 32 | ley de Gresham, 26 | sistema monetario internacional, 25 |
| área de moneda óptima, 43 | Mecanismo cambiario (MC), 38 | Tratado de Maastricht, 38 |
| Banco Central Europeo (BCE), 40 | mecanismo del flujo precio-mercancía, 28 | trinidad incompatible, 51 |
| bimetalismo, 26 | paradoja de Triffin, 31 | Unidad Monetaria Europea (ECU), 38 |
| Consejo Monetario, 34 | patrón cambiario oro, 30 | Unión Monetaria Europea (UME), 40 |
| Convenio de Jamaica, 32 | patrón oro, 27 | valor a la par, 30 |
| derechos especiales de giro (DEG), 31 | Serpiente (“snake”), 35 | |
| esterilización del oro, 29 | sistema Bretton Woods, 29 | |
| | sistema de flotación controlado, 34 | |

CUESTIONARIO

1. Explique la ley de Gresham.
2. Explique el mecanismo que restaura el equilibrio de la balanza de pagos cuando éste se ha alterado con el patrón oro.
3. Suponga que la libra se liga al oro a 6 libras por onza, mientras que el franco se liga al oro a 12 francos por onza. Por supuesto que esto implica que el cambio de equilibrio debería ser de dos francos por libra. Si el mercado corriente de divisas es de 2.2 francos por libra, ¿usted cómo aprovecharía esta situación? ¿Cuál sería el efecto de los costos de embarque?
4. Explique las ventajas y las desventajas del patrón oro.
5. ¿Cuáles son los objetivos centrales del sistema de Bretton Woods?
6. Comente la afirmación de que el sistema de Bretton Woods estaba programado para llegar a su fin con el tiempo.
7. Explique cuál es la composición de los derechos especiales de giro (DEG). Asimismo, explique las circunstancias que imperaban cuando los DEG fueron creados.
8. Explique los arreglos y el funcionamiento del Sistema Monetario Europeo (SME).
9. Existen argumentos a favor y en contra de distintos regímenes para el tipo de cambio.
 - a) Haga una lista de las ventajas del régimen cambiario con tipos flexibles.
 - b) Critique el régimen cambiario con tipos flexibles desde el punto de vista de los partidarios del régimen cambiario con tipos fijos.
 - c) Refute la crítica anterior desde el punto de vista de los partidarios del régimen cambiario con tipos flexibles.

10. En un mercado financiero mundial integrado, una crisis financiera en un país se puede transmitir velozmente a otros países y provocar una crisis global. ¿Qué tipo de medidas propondría usted para evitar la recurrencia de una crisis como la de Asia?
11. Explique los criterios para un “buen” sistema monetario internacional.
12. Una vez que estén integrados los mercados de capital será difícil que un país pueda mantener un tipo de cambio fijo. Explique porqué sería así.
13. Evalúe la posibilidad de que el euro se convierta en otra moneda global que contienda contra el dólar de Estados Unidos. Si el euro se convierte en una moneda global, ¿qué efecto tendrá en el dólar de Estados Unidos y en la economía mundial?

EJERCICIOS DE INTERNET



1. Mediante los datos que encuentre en <http://cibs.sauder.ubc.ca>, haga una gráfica que presente el tipo de cambio mensual del euro frente al dólar de Estados Unidos a partir de enero de 1999 y trate de explicar por qué el tipo de cambio se comportó de la correspondiente manera.

MINICASO

¿El Reino Unido ingresará al club del euro?

Χυανδο ελ ευρο σε ιντροδυρο εν ενερο δε 1999, ερα επιδεντε λα αυσενχια δελ Ρεινο Υνιδο δε λα λιστα δε παΐσες δε Ευροπα θυε αδοπταρον λα μονεδα χομ |ν. Αυν χυανδο ελ αχπαλ γοβιερνο λαβοριστα ενχαβεζαδο πορ ελ πριμερ μινιστρο Τονη Βλαιρ απαρεντεμεντε εστ(α φαπορ δε ινγρεσαρ αλ γλωβ δελ ευρο, πορ αιθορα νο εστ(γλαρο σι εσο οχυρριρ(δε ηεχηο. Ελ παρτιδο Τορη δε λα οποσχι |ν νο εστ(α φαπορ δε αδοπταρ ελ ευρο ψ, πορ λο ταντο, δε χεδερ λα σοβερανΐα μονεταρια δελ παΐσ. Λα οπινι |ν π |βλιχα ταμβι |ν εστ(διπιδιδα εν τορνο αλ τεμα.

Ελ ινγρεσο ο νο δελ Ρεινο Υνιδο αλ γλωβ δελ ευρο εσ υν τεμα δε γραν ιμπορτανχια παρα ελ φυτορο δε λα Υνι |ν Ευροπεα ψ παρα ελ προπιο Ρεινο Υνιδο. Σι |στε, χον συ σοφισταχαδα ινδυστρια φινανχιερα, σε λλεγα α υνιρ, εσ χασι σεγυρο θυε ιμπυλσαρ(αλ ευρο α υνα ποσχι |ν δε μονεδα γλοβαλ θυε χοντιενδα χοντρα ελ δ |λαρ δε Εσταδος Υνιδος. Ελ Ρεινο Υνιδο, πορ συ παρτε, σε υνιρ(φιρμεμεντε αλ προχεσο δε υνι |ν εχον |μιχα ψ πολΐχια δε Ευροπα, χον εστο αβανδοναρ(συ τροδιχιοναλ παπελ δε φιελ δε λα βαλανζα.

Ινπεστιγυε λασ σιτυαχιονεσ πολΐχιασ, εχον |μιχασ ε ηιστ |ριχασ ρελατιπασ α λα παρτιχιαχι |ν βριτ(νιχα εν λα ιντεγραχι |ν μονεταρια ψ εχον |μιχα δε Ευροπα ψ εσχιριβα συ προπια επαλυαχι |ν δελ εσχεναριο εν ελ θυε Γραν Βρετα|α σε υνα αλ γλωβ δελ ευρο. Χυανδο εσχιριβα, επαλ ε δεσδε λα περσπεχιπια βριτ(νιχα, λασ πυντος σιγυιεντεσ: (1) λασ ποσιβλεσ χοστοσ ψ βνεφεχιουσ δε αδοπταρ ελ ευρο, (2) λασ λιμιταχιονεσ εχον |μιχασ ψ πολΐχιασ θυε αφρονταρ(ελ παΐσ ψ (3) ελ εφεχτο θυε λα αδοπχι |ν δελ ευρο, πορ παρτε δε Γραν Βρετα|α, τενδρΐα εν ελ σιστεμα φινανχιερο ιντερναχιοναλ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bris, Arturo, Yrjö Koskinen y Mattias Nilsson, “The euro and corporate valuation”, apuntes de trabajo, 2004.
- Cooper, Richard N., *The international monetary system: essays in world economics*, MIT Press, Cambridge, Mass, 1987.
- Eichengreen, Barry, *The gold standard in theory and history*, Mathuen, Londres, 1985, pp. 39-48.
- Friedman, Milton, *Essays in positive economics*, University of Chicago Press, Chicago, 1953.
- Jorion, Philippe, “Properties of the ECU as a currency basket”, *Journal of Multinational Financial Management*, 1991, pp. 1-24.
- Machlup, Fritz, *Remaking the international monetary system: The Rio Agreement and beyond*, Johns Hopkins Press, Baltimore, 1968.
- Mundell, Robert, “A theory of optimum currency areas”, *American Economic Review*, núm. 51, 1961, pp. 657-663.
- , “Currency areas, volatility and intervention”, *Journal of Policy Modeling*, núm. 22, 2000, pp. 281-299.
- Nurkse, Ragnar, *International currency experience: lessons of the Interwar Period*, Liga de las Naciones, Ginebra, 1944.
- Solomon, Robert, *The international monetary system, 1945-1981*, Harper & Row, Nueva York, 1982.

Stiglitz, Joseph, "Reforming the global economic architecture: lessons from recent crisis", *Journal of Finance*, núm. 54, 1999, pp. 1508-1521.

Tobin, James, "Financial globalization", manuscrito inédito presentado ante la American Philosophical Society, 1998.

Triffin, Robert, *Gold and the dollar crisis*, Yale University Press, Nueva Haven, Conn., 1960.

3 La balanza de pagos

Contabilidad de la balanza de pagos

Cuentas de la balanza de pagos

La cuenta corriente

La cuenta de capital

Discrepancia estadística

Cuenta oficial de reservas

Identidad de la balanza de pagos

Tendencias de las balanzas de pagos de los países importantes

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: el problema de la balanza de pagos de México

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 3A: Relación entre la contabilidad de la balanza de pagos y la del ingreso nacional

EN LOS MEDIOS de comunicación se habla con frecuencia de la **balanza de pagos** y ésta continúa como un tema del discurso económico y político que goza de gran popularidad en todo el mundo. Sin embargo, el significado del término no siempre queda claro cuando se menciona en distintos contextos. Esta ambigüedad muchas veces se puede atribuir a que no se emplea ni comprende debidamente. Es conveniente estudiar la balanza de pagos, la cual es un registro estadístico de las transacciones que un país realiza con el resto del mundo, por varias razones.

En primer término, la balanza de pagos presenta información detallada acerca de la oferta y la demanda de la moneda de un país. Por ejemplo, si las importaciones de Estados Unidos son más que sus exportaciones, ello significará, con toda probabilidad, que la oferta de dólares excede a su demanda en el mercado de divisas, *ceteris paribus*. Cabe inferir que en ese caso, el dólar de Estados Unidos estará sometido a una presión para su depreciación frente a otras monedas. Por otra parte, si las exportaciones de Estados Unidos son más que sus importaciones, entonces es probable que el dólar se aprecie.

En segundo, los datos de la balanza de pagos de un país podrían indicar al resto del mundo qué tanto potencial tiene como socio comercial. Si un país lidia con dificultades en su balanza de pagos, tal vez no tenga capacidad para aumentar las importaciones que provienen del resto del mundo. En cambio, dicho país tal vez se sienta tentado a imponer medidas para restringir las importaciones y desalentar la salida de capitales con miras a mejorar la situación de su balanza de pagos. De otra parte, si un país tiene un superávit sustantivo en su balanza de pagos, probablemente expandirá sus importaciones, con el ofrecimiento de oportunidades de mercadeo a las empresas extranjeras, y es menos probable que imponga restricciones cambiarias.

En tercer término, los datos de la balanza de pagos pueden servir para evaluar el desempeño del país en el ámbito de la competencia económica internacional. Suponga que un país registra déficits comerciales año tras año. Estos datos de su comercio podrían indicar que sus industrias nacionales no son competitivas en el plano internacional. Para interpretar debidamente los datos de la balanza comercial es necesario comprender cómo se construye la cuenta de la balanza de pagos.

Contabilidad de la balanza de pagos

Una definición formal de balanza de pagos dice que es el registro estadístico de las transacciones internacionales de un país durante cierto periodo, presentado en forma de contabilidad de partida doble. Algunos ejemplos de transacciones son la importación y la exportación de bienes y servicios, así como las inversiones en empresas de otros países, las cuentas de banco, los bonos, las acciones y los bienes raíces. Dado que el registro de la balanza de pagos cubre un periodo determinado (por ejemplo, un trimestre o un año), tiene la misma dimensión de tiempo que la contabilidad del ingreso nacional.¹

En términos generales, toda transacción que produce un pago proveniente de extranjeros se registrará como un abono, con signo positivo en la balanza de pagos, mientras que toda transacción que produce un pago que se tiene que hacer a extranjeros se asentará como un cargo, con un signo negativo. Las cantidades abonadas en la balanza de pagos de Estados Unidos registran las ventas de bienes y servicios, crédito mercantil, títulos financieros y activos inmuebles que el país realiza en el exterior. Por otra parte, las cantidades cargadas registran las compras de bienes y servicios, crédito mercantil, títulos financieros y activos inmuebles que Estados Unidos realiza en el exterior. Es más, las cantidades abonadas dan lugar a la demanda de dólares, mientras que las cargadas dan lugar a la oferta de dólares. Note que la demanda (oferta) de dólares se asocia a la oferta (demanda) de divisas.

Dado que la balanza de pagos se presenta como un sistema de contabilidad de partida doble, todo abono asentado en la cuenta tiene su correspondiente cargo, y viceversa.

EJEMPLO 3.1

Por ejemplo, suponga que Boeing Corporation exportará un avión Boeing 747 a Japan Airlines por 50 millones de dólares. De este modo, Japan Airlines pagará con dinero de su cuenta de dólares, abierta en el Chase Manhattan Bank de la ciudad de Nueva York. Entonces, Boeing asentará los 50 millones de dólares que recibe en la columna de los abonos () y asentará la misma cantidad en la columna correspondiente de los cargos (–), que representa una reducción de los pasivos del banco de Estados Unidos.

EJEMPLO 3.2

Suponga que, en otro ejemplo, Boeing importa motores de avión producidos por Rolls-Royce por 30 millones de dólares y que Boeing efectúa su pago mediante una transferencia de fondos a la cuenta bancaria de Rolls-Royce en Nueva York. En este caso, el pago de Boeing será registrado en los cargos (–), mientras que el depósito de fondos realizado por Rolls-Royce se registrará en los abonos ().

Como muestran los ejemplos anteriores, todo abono en la balanza de pagos tiene su correspondiente cargo en alguna parte, para cumplir con el principio de la contabilidad de doble partida.

¹ De hecho, el saldo de la cuenta corriente —que es la diferencia entre las exportaciones y las importaciones— es un componente del PNB de un país. Otros elementos del PNB incluyen el consumo, la inversión y el gasto público.

El comercio internacional (es decir, las exportaciones y las importaciones) no es lo único que se registra en la balanza de pagos, sino que también se asientan las inversiones entre países.

EJEMPLO 3.3

Suponga que la Compañía Ford adquiere Jaguar, el fabricante británico de automóviles, por 750 millones de dólares y que Jaguar deposita el dinero en Barclays Bank de Londres, el cual a su vez utiliza el dinero para comprar papel del tesoro de Estados Unidos. En este caso, el pago de 750 millones realizado por Ford será asentado como un cargo (), mientras que la compra de papel del tesoro de Estados Unidos por parte de Barclays será asentado como un abono ().

Los ejemplos anteriores se resumirían así:

| Τρανσαλλαγίες | Ηαβερ (αβονο) | Δεβε (χαργο) |
|---|---------------|---------------|
| Εξπορταχι (ν δε Βοεινγ | Ξ50 μιλλονες | |
| Ρετιρο δε βανχο δε Εσταδος Υνιδος | | Ξ50 μιλλονες |
| Ιμπορταχι (ν δε Βοεινγ | | Ξ30 μιλλονες |
| Δεπ (σιτο εν βανχο δε Εσταδος Υνιδος | 30 μιλλονες | |
| Φορδ χομπρα θαγυαρ | | Ξ750 μιλλονες |
| Βαρχλαγς χομπρα παλορες δε Εσταδος Υνιδος | 750 μιλλονες | |

Cuentas de la balanza de pagos

Dado que la balanza de pagos registra todos los tipos de transacciones internacionales que un país realiza dentro de un periodo determinado, contiene diversas cuentas. No obstante, las transacciones internacionales de un país se pueden agrupar en las tres categorías básicas siguientes:

1. La cuenta corriente.
2. La cuenta de capital.
3. La cuenta oficial de las reservas.

La **cuenta corriente** incluye las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, mientras que la **cuenta de capital** incluye todas las compras y ventas de activos, como acciones, bonos, cuentas bancarias, bienes inmuebles y empresas. De otra parte, la **cuenta oficial de las reservas** cubre todas las compras y ventas de activos de reserva internacionales, como dólares, divisas, oro y derechos especiales de giro (DEG).

Analicemos ahora con detenimiento una descripción de las cuentas de la balanza de pagos. La ilustración 3.1 resume las cuentas de la balanza de pagos de Estados Unidos para el año 2004 que utilizaremos como ejemplo.

La cuenta corriente

La ilustración 3.1 muestra que las exportaciones estadounidenses sumaron 1 516 200 millones de dólares en 2004, mientras que sus importaciones sumaron 2 109 100 millones. El saldo de la cuenta corriente, que se define como exportaciones menos importaciones más transferencias unilaterales; es decir, (1) (2) (3) en la ilustración 3.1 arroja un resultado negativo de 665 900 millones. Por lo tanto, en 2002, Estados Unidos registró un déficit en la cuenta corriente de su balanza de pagos. Este déficit implica que Estados Unidos utilizó una mayor can-

ILUSTRACIÓN 3.1

Resumen de la balanza de pagos de Estados Unidos para 2004
(en miles de millones de dólares)

| | Αβουοο | Χαργοο |
|--|---------|---------|
| <i>Χυεντα χορριεντε</i> | | |
| (1) Εξπορταχιονεο | 1 516.2 | |
| (1.1) Μερχανχ'ιαο | 811.1 | |
| (1.2) Σερπιχιοο | 336.1 | |
| (1.3) Σερπιχιοο φοαχορτοιαλεο | 369.0 | |
| (2) Ιμπορταχιονεο | | 2 109.1 |
| (2.1) Μερχανχ'ιαο | | 1 473.1 |
| (2.2) Σερπιχιοο | | 291.1 |
| (2.3) Σερπιχιοο φοαχορτοιαλεο | | 344.9 |
| (3) Τρανοφερενχια υνιλατεραλ | 16.4 | 89.4 |
| Σαλδο δε χυεντα χορριεντε | | 665.9 |
| [(1) (2) (3)] | | |
| <i>Χυεντα δε χαπαταλ</i> | | |
| (4) Ινπερσι Ιν διρεχτα | 115.5 | 248.5 |
| (5) Ινπερσι Ιν δε πορταφολιο | 794.4 | 90.8 |
| (5.1) ζαλορεο δε χαπαταλ | 57.6 | 93.0 |
| (5.2) ζαλορεο δε δευδα | 736.8 | 2.2 |
| (6) Οτραο ινπερσιονεο | 524.3 | 483.7 |
| Σαλδο δε χυεντα δε χαπαταλ | 611.2 | |
| [(4) (5) (6)] | | |
| (7) Ερρορεο ψ ομιοιονεο | 51.9 | |
| Σαλδο ιλοβαλ | | 2.8 |
| ζαριαχι Ιν δε λα ρεοερσα ιντερναχιοναλ | 2.8 | |

Φυεντε: ΦΜΙ, Ιντερναχιοναλ Φινανχιαλ Στατιστηοο Ψεαρβοοκ, 2005.

www.bea.doc.gov/

El sito web del Bureau of Economic Analysis, del Departamento de Comercio de Estados Unidos, proporciona datos relativos a la balanza de pagos de ese país.

tividad de productos que los que produjo.² Dado que un país debe financiar el déficit de su cuenta corriente al contratar préstamos extranjeros o sacando fondos del patrimonio extranjero que ha acumulado previamente, un déficit en la cuenta corriente representa una reducción del patrimonio neto extranjero del país. Por otra parte, un país que tiene un superávit en la cuenta corriente adquiere pagarés de los extranjeros, incrementando con ello su patrimonio neto exterior.

La cuenta corriente se divide en cuatro categorías más finas: comercio de mercancías, servicios, servicios factoriales y transferencias unilaterales. El **comercio de mercancías** se refiere a las importaciones y exportaciones de bienes tangibles, como petróleo, trigo, ropa, automóviles, computadoras, etc. Como muestra la ilustración 3.1, las exportaciones de mercancías de Estados Unidos sumaron 811 100 millones de dólares en 2004, mientras que sus importaciones sumaron 1 473.1 millones. Por lo tanto, Estados Unidos registró un déficit en su **balanza comercial** o un déficit comercial. La balanza comercial representa las exportaciones netas de mercancías. Como es bien sabido, Estados Unidos ha venido registrando déficits comerciales persistentes desde principios de la década de 1980, mientras que sus socios comerciales importantes como China, Japón y Alemania han obtenido generalmente superávits comerciales. Este desequilibrio sostenido del comercio entre Estados Unidos y sus principales socios comerciales montó el escenario para el descenso relativo del dólar que se ha observado desde 2001.

Los **servicios**, la segunda categoría de la cuenta corriente incluye pagos y entradas por concepto de servicios legales, de asesoría y de ingeniería, regalías de patentes y propiedad intelectual, pagos de seguros, tarifas de embarques y gasto de turistas. Estos intercambios de servicios a veces se conocen como **comercio intangible**. En 2004, las exportaciones de servicios de Estados Unidos sumaron 336 100 millones de dólares y las importaciones 291 100 millones de dólares, con un superávit de 45 000 millones. Queda claro que el desempeño de Estados Unidos fue mejor en el comercio de servicios que en el de mercancías.

² El saldo de la cuenta corriente (SCC) se puede expresar como la diferencia entre el producto nacional (Y) y la absorción interna que comprende el consumo (C), la inversión (I) y el gasto público (G):

$$SCC = Y - (C + I + G)$$

Si la absorción interna de un país no alcanza a igualar su producción nacional, entonces la cuenta corriente del país registra un superávit. El apéndice 3A contiene una explicación más detallada.

Los **ingresos factoriales**, la tercera categoría de la cuenta corriente, está compuesto en gran parte por los pagos y las entradas de intereses, los dividendos y otras entradas de inversiones extranjeras que se realizaron con anterioridad. Por ejemplo, si los inversionistas estadounidenses perciben intereses sobre los bonos extranjeros que poseen, éstos serán registrados como un abono en la balanza de pagos. Por otra parte, los intereses que los prestatarios estadounidenses pagan a los acreedores extranjeros se asentarán como un cargo. En 2004, los estadounidenses pagaron 344 900 millones de dólares a los extranjeros por concepto de ingresos factoriales y recibieron 369 000 millones de dólares, se obtuvo así un superávit de 24 100 millones de dólares. No obstante, si consideramos que Estados Unidos contrató muchos préstamos extranjeros en años recientes, los intereses y los dividendos que los estadounidenses pagarán a extranjeros probablemente aumentarán de manera visible. Esto podría incrementar el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos en el futuro, *ceteris paribus*.

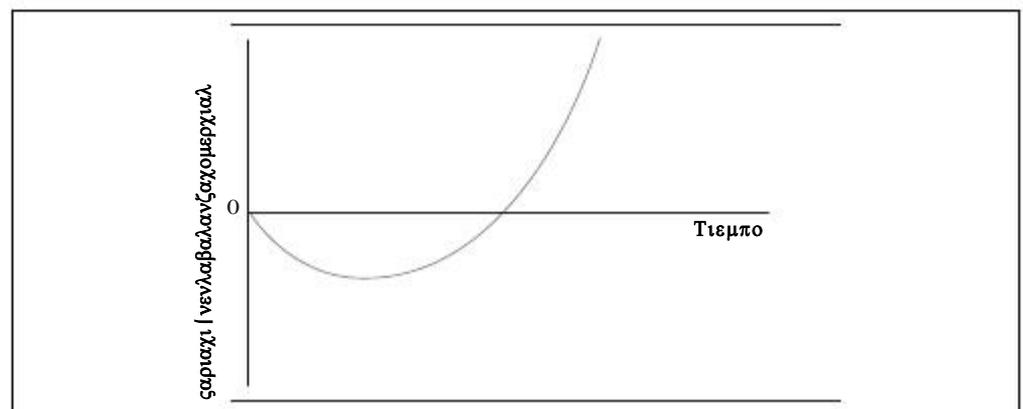
Las **transferencias unilaterales**, la cuarta categoría de la cuenta corriente, involucran pagos “no requeridos”. Algunos ejemplos serían la ayuda internacional, las reparaciones, las becas oficiales y privadas, así como las donaciones. A diferencia de otras cuentas de la balanza de pagos, las transferencias unilaterales sólo fluyen en un sentido, sin el flujo contrario correspondiente. Por ejemplo, en el caso del comercio de mercancías, los bienes fluyen en un sentido y los pagos en el opuesto. Para efectos de cumplir con la regla de la contabilidad de partida doble, las transferencias unilaterales se consideran como un acto que compra crédito mercantil de quienes las reciben. Por lo tanto, cabe decir que un país que envía ayuda internacional a otro, lo que realiza es la importación de crédito mercantil de este último. Como era de esperar, Estados Unidos realizó una transferencia unilateral neta por 73 000 millones de dólares, que representa el cobro de pagos de la transferencia (16 400 millones de dólares) menos los pagos de la transferencia a las entidades extranjeras (89 400 millones de dólares).

El saldo de la cuenta corriente, en especial la balanza comercial, suele ser sensible a las variaciones en los tipos de cambio. Cuando la moneda de un país se deprecia frente a las monedas de sus principales socios comerciales, las exportaciones de ese país tienden a subir y las importaciones a bajar, de este modo mejora la balanza comercial. Por ejemplo, México registró déficits continuos en su balanza comercial, del orden de 4 500 millones de dólares por trimestre, a lo largo de 1994. Sin embargo, después de la depreciación del peso en diciembre de 1994, la balanza comercial de México empezó a mejorar de inmediato, al acumularse un excedente de cerca de 7 000 millones de dólares para 1995.

El efecto que la depreciación de la moneda tiene en la balanza comercial de un país es más complicado que el ejemplo antes descrito. De hecho, después de una depreciación, al principio la balanza comercial se deteriorará durante cierto tiempo. Sin embargo, a la larga tenderá a mejorar. Este patrón específico de la reacción de la balanza comercial ante una depreciación se conoce como el **efecto de la curva J**, como vemos en la ilustración 3.2. La curva muestra el deterioro inicial y la eventual mejoría de la balanza comercial después de la depreciación. El efecto de la curva J mereció mucha atención cuando la balanza comercial británica empeoró después de una devaluación de la libra en 1967. Sebastian Edwards (1989) estudió varios casos de devaluaciones aplicadas por países en desarrollo desde las décadas de 1960 a 1980 y confirmó la existencia del efecto de la curva J en casi 40% de los casos. (Véase bibliografía y lecturas recomendadas al final de este capítulo donde encontrará más información sobre el estudio referido.)

ILUSTRACIÓN 3.2

Depreciación de una moneda y el movimiento seguido por la balanza comercial con el transcurso del tiempo: el efecto de la curva J



Una depreciación empezará a mejorar la balanza comercial de inmediato, si las importaciones y las exportaciones son *sensibles* a las variaciones del tipo de cambio. Por otro lado, si las importaciones y las exportaciones son inelásticas, entonces la balanza comercial se deteriorará después de una depreciación. Cuando ocurre una depreciación de la moneda nacional y después del consecuente aumento de los precios de las importaciones, los habitantes del país tal vez continúen con la compra de importaciones porque es difícil que cambien sus hábitos de consumo en poco tiempo. A partir de que los precios de las importaciones son más elevados, el país en cuestión gasta más en importaciones. Aun cuando los habitantes del país estén dispuestos a optar por bienes nacionales menos caros en sustitución de las importaciones extranjeras, seguramente pasará algún tiempo hasta que los productores nacionales puedan proveer sustitutos de las importaciones. Asimismo, la demanda extranjera de los productos de ese país, que ahora serán menos caros debido a la depreciación de su moneda, en esencia será inelástica por las mismas razones. No obstante, a la larga, tanto las importaciones como las exportaciones tenderán a ser sensibles a las variaciones del tipo de cambio y ejercerán una influencia positiva en la balanza comercial.

La cuenta de capital

El saldo de la cuenta de capital mide la diferencia entre los activos estadounidenses vendidos a extranjeros y los activos extranjeros comprados por los estadounidenses. Las ventas (o exportaciones) de activos estadounidenses se asientan como abonos, porque dan por resultado un *ingreso de capital*. Por otra parte, las compras (importaciones) de activos extranjeros que realiza EU se asientan como cargos, porque provocan la *salida de capital*. A diferencia del intercambio de bienes y servicios, el intercambio de activos financieros afecta a los pagos y los cobros de ingresos factoriales.

La ilustración 3.1 muestra que la cuenta de capital de Estados Unidos registró un superávit de 611 200 millones en 2004, lo cual implica que el capital que entró al país excedió por mucho al capital que salió. Queda claro que el superávit de la cuenta de capital compensó, en gran medida, el déficit de la cuenta corriente. Como dijimos antes, el déficit de la cuenta corriente de un país se debe pagar con endeudamiento externo o con la venta de inversiones extranjeras efectuadas con anterioridad. En ausencia de transacciones de reservas realizadas por el gobierno, el saldo de la cuenta corriente debe ser igual al de la cuenta de capital, pero con el signo contrario. Cuando no se excluye nada, la balanza de pagos de un país por necesidad debe cuadrar.

La cuenta de capital se puede dividir en tres categorías: inversión directa, inversión de portafolio y otras inversiones. La inversión directa ocurre cuando el inversionista adquiere cierta medida de control accionario de una empresa extranjera. En la balanza de pagos de Estados Unidos, se considera que la adquisición de 10% o más de acciones con derecho a voto de una empresa otorga al inversionista esa medida de control.

Cuando Honda, el fabricante japonés de automóviles, construyó una planta armadora en Ohio, realizó una **inversión extranjera directa (IED)**. Otro ejemplo de inversión directa es el caso de Nestlé Corporation, una empresa multinacional suiza, que *adquirió* Carnation, una empresa estadounidense. Por supuesto que las empresas estadounidenses también realizan inversiones directas en otros países. Por ejemplo, Coca-Cola construyó plantas estadounidenses en todo el mundo. En años recientes, muchas compañías estadounidenses trasladaron sus instalaciones productivas a México y China con el propósito de aprovechar los costos más bajos de producción. En términos generales, las inversiones extranjeras directas ocurren cuando las empresas tratan de aprovechar diversas imperfecciones de los mercados, como la mano de obra barata y los mercados protegidos. En 2004, la inversión directa de Estados Unidos en el extranjero sumó 248 500 millones de dólares, mientras que la inversión extranjera directa en Estados Unidos sumó 115 500 millones de dólares.

Las empresas emprenden inversiones directas en el extranjero cuando los rendimientos esperados exceden al costo del capital, considerando también los riesgos cambiarios y políticos. El rendimiento esperado de los proyectos extranjeros puede ser superior al que se espera de los proyectos internos debido a que la mano de obra y los costos de materiales son más baratos, hay financiamiento subsidiado y un trato fiscal preferencial, al acceso exclusivo a los mercados locales y otras cosas así. El volumen y la dirección de la IED también son sensibles a las variaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, la IED de Japón en Estados Unidos se disparó en la segunda mitad de la década de 1980, en parte debido a una fuerte apreciación del yen frente al dólar. Dada la fortaleza del yen, las empresas japonesas estaban en mejor posición para comprar

activos estadounidenses porque, en términos de yenes, resultaban menos caros. La misma variación del tipo de cambio dejó de incentivar la IED de las empresas estadounidenses en Japón porque, en términos de dólares, los activos japoneses resultaban más caros.

Inversiones de portafolio, la segunda categoría de la cuenta de capital, en su mayor parte, representan las compras y las ventas de activos financieros extranjeros (como acciones y bonos) que no entrañan una transferencia de control. Las inversiones internacionales de portafolio se han disparado en años recientes, en parte debido que muchos países han relajado los controles y la normatividad del capital en términos generales además, en parte, debido a que los inversionistas desean diversificar globalmente su riesgo. Las inversiones de portafolio incluyen valores de capital y valores de deuda. Los valores de capital incluyen acciones de compañías, mientras que los valores de deuda incluyen (1) bonos y pagarés, (2) instrumentos del mercado de dinero y (3) derivados financieros, como las opciones. En la ilustración 3.1 se muestra que los extranjeros invirtieron 794 400 millones de dólares en valores financieros de Estados Unidos en 2004, mientras que los estadounidenses invirtieron 90 800 millones de dólares en valores extranjeros, con ello acumularon un considerable superávit de 703 600 millones de dólares a favor de Estados Unidos. Gran parte del superávit se compone de inversiones extranjeras en valores de deuda de Estados Unidos. La ilustración 3.1 muestra que los extranjeros invirtieron 736 800 millones de dólares en valores de deuda de Estados Unidos en 2004. En la ilustración también se muestra que los inversionistas estadounidenses liquidaron parte sus posesiones de deuda extranjera, repatriando 2 200 millones de dólares ese mismo año. Es inusual tener un asiento positivo (2 200 millones de dólares) en la columna de los cargos, pero la cifra representa las ventas netas de bonos extranjeros realizadas por Estados Unidos.

Los inversionistas normalmente diversifican sus portafolios de inversión para reducir el riesgo. Esto es porque el rendimiento de los valores suele tener escasa correlación entre países, los inversionistas pueden reducir mejor el riesgo si diversifican internacionalmente las posesiones de sus portafolios, en lugar de hacerlo internamente. Además, los inversionistas se podrían beneficiar de los rendimientos más elevados que se esperan en algunos mercados exteriores.³

La tercera categoría de la cuenta de capital, **otras inversiones**, incluye transacciones en moneda, depósitos bancarios, créditos comerciales, etc. Estas inversiones son muy sensibles a los cambios de las tasas de interés relativas entre países y a la variación esperada en el tipo de cambio. Si las tasas de interés suben en Estados Unidos, mientras las otras variables permanecen constantes, habrá entrada de capitales al país, porque los inversionistas querrán depositar o invertir su dinero en Estados Unidos para aprovechar la tasa de interés más alta. Por otra parte, si la elevación de la tasa de interés queda más o menos compensada por una depreciación esperada del dólar de EU, las entradas de capital al país no se materializarán.⁴ Dado que las expectativas en cuanto a las tasas de interés y el tipo de cambio son volátiles, estos flujos de capital se revierten muy fácilmente. En 2004, Estados Unidos registró una entrada neta de 40 600 millones de dólares en esta categoría.

Errores y omisiones

En la ilustración 3.1 se muestra que hubo errores y omisiones (también llamados discrepancia estadística) por 51 900 millones de dólares en 2004, cifra que representa las transacciones omitidas o mal registradas. Los pagos y las entradas que se derivan de las transacciones internacionales se registran en distintos momentos y lugares, posiblemente con la utilización de distintos métodos. Por lo tanto, estos registros, que sirven para construir las estadísticas de la balanza de pagos, suelen ser imperfectos. El comercio de mercancías se puede registrar con cierto grado de precisión en las aduanas, pero la prestación de servicios invisibles, como las asesorías, puede pasar sin detectarse. Las transacciones financieras entre países, que una gran parte se pudo realizar de forma electrónica, por lo que son mucho más difíciles de seguir. De este modo, la balanza de pagos siempre presenta un “saldo” a favor o en contra en forma de discrepancia estadística.⁵ Cabe señalar que

³ Véase el capítulo 15 que contiene una explicación detallada de la inversión de portafolio internacional.

⁴ En el capítulo 6 explicaremos la relación entre las tasas de interés relativas y la variación esperada del tipo de cambio.

⁵ Los lectores se preguntarán cómo se computan las discrepancias estadísticas en la balanza de pagos. Éstas, que por definición representan errores y omisiones, no se pueden conocer. Sin embargo, dado que la balanza de pagos debe sumar cero cuando se incluyen todos los rubros, es posible determinar las discrepancias estadísticas al considerar el “residual por diferencia”.

la magnitud de la suma del saldo de la cuenta de capital y la discrepancia estadística se aproxima mucho al saldo de la cuenta corriente; es decir, 665 900 millones de dólares. Esto sugiere que las transacciones financieras probablemente son las principales responsables de la discrepancia.

Cuando se calcula la balanza de pagos *acumulada* que incluye la cuenta corriente, la cuenta de capital y errores y omisiones, se obtiene el llamado **saldo total** o **saldo de liquidaciones oficiales de la balanza de pagos**. Todas las transacciones que constituyen el saldo global ocurren de *forma independiente* por cuenta propia.⁶ El saldo global es importante porque indica la brecha de pagos internacionales del país que deben ser *acomodadas* dentro de las transacciones de reservas internacionales del gobierno.

También indica la presión que afronta la moneda de un país, para su depreciación o apreciación. Por ejemplo, si el saldo global de un país arroja déficits continuamente, con el tiempo se irán agotando las reservas que posee y tendrá que depreciar su moneda frente a otras divisas. En 2004, el saldo global de Estados Unidos registró un déficit de 2 800 millones de dólares. Esto significa que el país tuvo que pagar al resto del mundo una cantidad neta equivalente. Si el saldo global de Estados Unidos hubiera arrojado un superávit, el país habría recibido un pago neto del resto del mundo.

Cuenta oficial de reservas

Cuando un país debe efectuar un pago neto a los extranjeros en razón de un déficit en su balanza de pagos, el banco central del país (Sistema de la Reserva Federal en Estados Unidos) debe bajar los **activos oficiales de sus reservas**, como oro, divisas y derechos especiales de giro (DEG), o contratar nuevos préstamos con bancos centrales extranjeros. Por otro lado, si un país registra un superávit en la balanza de pagos, su banco central retirará parte de su deuda externa o adquirirá más activos de reserva a los extranjeros. La ilustración 3.1 muestra que Estados Unidos, para cubrir el déficit de 2 800 millones de dólares en su balanza de pagos, disminuyó sus reservas de activos externos en igual cantidad. Cuando el país disminuye sus reservas, ya sea al liquidar las reservas que posee o al contratar nuevos préstamos, entonces recibirá fondos que se asentarán como cargos.

La cuenta de reservas internacionales incluye las transacciones emprendidas por autoridades para financiar el saldo global y para intervenir en los mercados de divisas. Cuando Estados Unidos y los gobiernos de otros países desean respaldar el valor del dólar en los mercados de divisas, venden divisas, DEG y oro, para “comprar” dólares. Estas transacciones dan lugar a que aumente la demanda de dólares y se registran como un abono en el rubro de reservas internacionales. Por otra parte, si los gobiernos quieren un dólar más débil, “venden” dólares y compran oro, divisas, etc. Estas transacciones dan lugar a un incremento de la oferta de dólares y se asientan como un cargo en el rubro de las reservas oficiales. Cuanto más activa sea la intervención de los gobiernos en los mercados de divisas, tanto más elevados serán los registros en el rubro de reservas internacionales.

Hasta la llegada del Sistema de Bretton Woods en 1945, el oro era el activo que predominaba en las reservas internacionales. Sin embargo, después de 1945, los activos de las reservas internacionales comprenden:

1. Oro
2. Divisas
3. Derechos especiales de giro (DEG)
4. Posiciones de reservas en el Fondo Monetario Internacional (FMI)

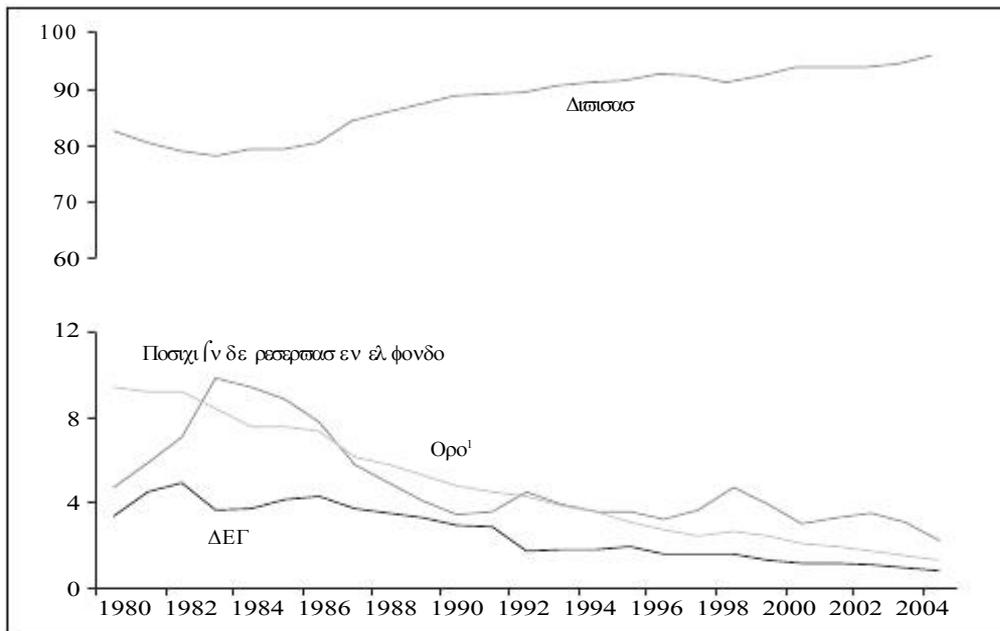
Como se puede ver en la ilustración 3.3, la importancia relativa del oro como medio internacional de pagos ha disminuido constantemente, mientras que la importancia de las divisas se ha incrementado de forma sustantiva. En 2004, las divisas representaban alrededor de 95% del total de los activos de reserva que tenían los países miembro del FMI, mientras que el oro representaba menos de 2% del total de las reservas.

En la ilustración 3.4 se puede ver que la fracción que correspondía al dólar de Estados Unidos dentro de las reservas de divisas mundiales era de 50.9% en 1991, seguido por el marco alemán (15.7%), el ECU (10.0%), el yen japonés (8.7%), la libra británica (3.4%), el franco francés

⁶ Las transacciones independientes son aquellas que ocurren sin tomar en cuenta el objetivo de alcanzar el equilibrio de la balanza de pagos.

ILUSTRACIÓN 3.3

Composición del total de reservas oficiales (porcentaje)



¹ γιόφορσ α.35 ΔΕΓ πορ ονζα.

Φουεντε: ΦΜΙ= *Ιντερνατιοναλ Φινανχιάλ Στατιστικσ Ψεαφβοοκ*, 2004.

(2.8%), el franco suizo (1.2%) y el florín holandés (1.1%). Las monedas que “precedieron” al euro, entre otras el marco alemán, el franco francés, el florín holandés y el ECU, tenían colectivamente un peso sustantivo (alrededor de 30%) dentro de las reservas de divisas mundiales. En cambio, en 1977, las reservas mundiales comprendían al dólar estadounidense (59.1%), el marco alemán (13.7%), el yen japonés (5.1%), la libra británica (3.3%), el franco francés (1.5%), el ECU (5.0%), el franco suizo (0.5%), el florín holandés (0.5%) y otras divisas (11.3%). En otras palabras, la fracción que corresponde al dólar estadounidense incrementó sustantivamente a lo largo de la década de 1990 a expensas de otras monedas. Este cambio se puede atribuir al sólido desempeño del dólar en esa década y a la incertidumbre asociada a la introducción de una nueva moneda (el euro). En 2003, las reservas mundiales comprendían al dólar estadounidense (63.8%), el euro (19.7%), el yen japonés (4.8%), la libra británica (4.4%), el franco suizo (9.4%) y otras divisas (6.8%). La posición dominante del dólar dentro de las reservas mundiales podría bajar en cierta medida conforme el euro se convierta en una “cantidad conocida” y su valor externo se vuelva más estable. De hecho, la fracción del euro ha incrementado de 13.5% en 1999 a 19.7% en 2003.

Además del surgimiento del euro como una moneda confiable de reserva, los persistentes déficits comerciales de Estados Unidos y el deseo de los extranjeros por diversificar sus divisas,

ILUSTRACIÓN 3.4

Composición de las monedas dentro de las reservas mundiales de divisas (porcentaje del total)

| Μονεδα | 1987 | 1989 | 1991 | 1993 | 1995 | 1997 | 1999 | 2001 | 2003 |
|----------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Δόλαρ εσταδουνιδενσε | 56.0 | 51.9 | 50.9 | 56.2 | 53.4 | 59.1 | 64.9 | 66.9 | 63.8 |
| Ψεν φαπονίσ | 7.0 | 7.3 | 8.7 | 8.0 | 6.7 | 5.1 | 5.4 | 5.5 | 4.8 |
| Λιβρα εστερλίνα | 2.2 | 2.6 | 3.4 | 3.1 | 2.8 | 3.3 | 3.6 | 4.0 | 4.4 |
| Φρανχο συιζο | 1.8 | 1.4 | 1.2 | 1.2 | 0.5 | 0.5 | 0.4 | 0.5 | 0.4 |
| Ευρο | — | — | — | — | — | — | 13.5 | 16.7 | 19.7 |
| Μαρχο αλεμ(ν | 13.4 | 18.0 | 15.7 | 14.1 | 14.7 | 13.7 | — | — | — |
| Φρανχο φρανγίσ | 0.8 | 1.4 | 2.8 | 2.2 | 2.4 | 1.5 | — | — | — |
| Φλορίν ηολανδίσ | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 0.6 | 0.5 | 0.5 | — | — | — |
| ΕΧΥ | 14.2 | 10.5 | 10.0 | 8.3 | 6.8 | 5.0 | — | — | — |
| Οτρασ μονεδασ | 3.4 | 5.7 | 6.2 | 6.2 | 12.1 | 11.3 | 12.1 | 6.4 | 6.8 |

Φουεντε: ΦΜΙ, *Αννυάλ Ρεπορτ οφ τηε Εξεχουτιβε Βοαρδ*, 1996, 2004.



Una palabra acecha al dólar

Υν νυεπο φαντασμα αχεχηα αλ δλλαρ ψ α λος μερχαδος εσταδο-
υνιδενσεσ δε ινγρεσσος φιφος. Σε χονοχε πορ ελ ινοχυο νομβρε δε
□διπερσιφιαχι λν δε λασ ρεσερπασ δε λος βανχος χεντραλσ□.

Ηαχε τρεσ σεμανασ, ελ βανχο χεντραλ δε Χορεα δελ Συρ ινφορμ λ
αλ Παρλαμεντο δε εσε παλσ θυε πενσαβα διπερσιφιαχ λασ διπιασσ
δε συ ρεσερπα. Αντεσ δε Χορεα, Ρυσια ηιζο λο μισμο. Α πρινηπιος
δε λα σεμανα πασαδα, Χηινα δεχλαρ λ θυε σιεμπρε ηαβλ α τενιδο
λα πολλ αχα δε διπερσιφιαχ συσ ρεσερπασ. Ελ φρεπεσ πασαδο, φυε ελ
τυρνο δελ πριμερ μινιστρο δε Θαπ λν, θυνιχηρο Κοιζυμι, θυιεν
ινορμ λ α υνα χομισι λν παρλαμενταρια θυε, εν γενεραλ, Θαπ λν
δεβε χονσιδεραρ λα ιδεα δε διπερσιφιαχ λασ διπιασσ δε συ ρεσερπα.
Υν δλ α δεσπυ λσ, ελ γοβερναδορ δελ Βανχο δε Ρεσερπασ δε λα Ινδια
δεχλαρ λ θυε δεντρο δελ βανχο σε δισχυτλ α λα ποσιβιλιδαδ δε υνα
διπερσιφιαχι λν.

Δαδο θυε λα γραν μαγορλ δε εσσασ ρεσερπασ δε διπιασσ εστ λν
εν δ λλαρεσ, εστο εσ δε ηεχηο υνα αφρεντα χοντρα ελ δ λλαρ.

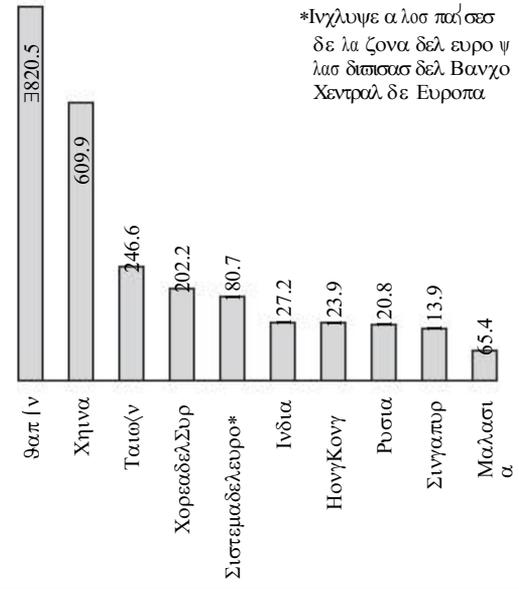
□Σι υνο τιενε δ λλαρεσ, διπερσιφιαχι λν νο εσ υνα παλαβρα θυε
θυιερα εσχυχηαρ □διχε Βορ Πρινηε, χοδιρεχητορ δε ινπερσιονεσ δε
Βριδγεωατερ Ασσοχηατεσ□. Πυεστο θυε λα μαγορ παρτε δε λος
βανχος χεντραλεσ τιενεν χασι τοδασ συ ρεσερπασ εν δ λλαρεσ εστα-
δουινιδενσεσ, □πενδερ δ λλαρεσ ψ χομπραρ ευροσ ψ φνεασ□ εσ λο θυε
σιεμπρε σιγνιφια διπερσιφιαχι λν□.

Λα μαγορ παρτε δε λος βανχος χεντραλεσ θυε ηαβλαρον δε
διπερσιφιαχι λν ταμβι λν δεχλαραρον οφιαλιμεντε θυε νο πων α
πενδερ δ λλαρεσ. Νο οβσταντε, λα ποσιβιλιδαδ δε θυε λος βανχος
χεντραλεσ λο πυεδαν ηαχερ εν ελ φυτυρο εσ λο θυε ηα ασυσταδο α λος
ινπερσιονιστας χασι ταντο χομο σι τυπιεραν πυεβιασ ιρρεφυταβλεσ
δε ελλο εν λασ μανοσ. Ελ μεσ πασαδο, ελ δ λλαρ βαφ λ χερχα δε 3%
φρεντε αλ ευρο ψ ρετροχεδλ λ 1.4% φρεντε αλ ψεν. Ανηρ πορ λα ταρδε
εν Νυεπα Ψορκ, ελ ευρο εσταβα α 1.3420 δ λλαρεσ, μιεντρασ θυε
ελ δ λλαρ εσταβα α 104.16 φνεεσ.

Μεδιδο χον βασε εν λασ ρεσερπασ, λος οχηο βανχος χεντραλεσ
μ λσ γρανδεσ δε Ασια (Θαπ λν, Χηινα, Ταιω λν, Χορεα δελ Συρ, Ινδια,

Εν ελ βανχο

Πρινηπιαλεσ βανχος χεντραλεσ χον βασε α συσ ρεσερπασ
δε διπιασσ, εν μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ λλαρεσ



Νοτα: Λασ χιφρασ ρελατιπιασ α Χηινα, ελ σιστεμα δελ ευρο, Ρυσια ψ Μαλασια σον δελ 31
δε διχεμβρε δε 2003, λασ δε λος οηροσ παλσσεσ σον δελ 28 δε φεβρερο δε 2005.

Φυεντεσ: Τηε Βανκ οφ Τοκιο-Μιτσιβιση Βλοομβεργ.

al alejarse de los dólares estadounidenses, podría reducir más la posición dominante del dólar estadounidense como moneda de reserva. Como explica el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Una palabra acecha al dólar”, si los bancos centrales de Asia deciden diversificar sus divisas, ello afectaría mucho el valor del dólar estadounidense. En conjunto, estos bancos tienen un monto muy importante de reserva de divisas, principalmente en dólares, debido a sus superávits comerciales. Los bancos centrales de Asia también compran dólares estadounidenses en los mercados de divisas con el propósito de que sus monedas no se aprecien frente al dólar.

Igualdad de la balanza de pagos

Cuando las cuentas de la balanza de pagos son llevadas debidamente, el saldo combinado de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la cuenta de las reservas debe sumar cero, es decir.

$$SCC + SCK + SCR = 0$$

(3.1)

donde:

SCC saldo de la cuenta corriente
SCK saldo de la cuenta de capital
SCR saldo de la cuenta de reservas

El saldo de la cuenta de reservas (SCR) representa el cambio que registran las reservas internacionales.

Ηογγ Κογγ, Σινγαπυρ ψ Μαλασία) τιενεν εν χονφοντο υν μοντο δελ ορδεν δε 2.3 βύλλονες δε δίλαρες εν μονεδα εξτρανφερα, δε λοσ χυάλασ λα μαγορ παρτε σον δίλαρες. Χάσι τοδάσ εστάσ ρεσερβάσ σον προδυχτο δε υπερ(πιτο) χομερχιαλέσ αχυμυλάδοσ, ινπερσι (ν εξτρανφερα διρεχτά, φονδόσ παρα εμεργενχιασ ψ χομπρασ δε δίλαρες πορ παρτε δε λοσ βανχόσ χεντραλέσ πορ πία δε λα ιντερπενχι (ν δε μερχάδοσ.

Εν λυγορ δε συμπλεμεντε ατσορορ μοντονεσ δε δινερο εν εφεχτιπο, λοσ βανχόσ χεντραλέσ πορ λο γενεραλ υτιλζαν συσ δίλαρες παρα χομπραρ δευδα πβλιχα δε χορτο πλάζο δελ γοβιερνο δε Εστάδοσ Υνιδόσ, δενομιναδα εν δίλαρες, εστο ρεπρεσεντα υν φαχτορ ιμπορταντε παρα μαντενερ ελεπαδοσ λοσ πρεχιοσ δε λοσ παλορεσ δελ Τεσоро ψ βαροσ λοσ ρενδιμιεντοσ.

Ελ σε)ορ Πρινχε γαλιγυλα θυε σι λοσ βανχόσ χεντραλέσ δεραραρ εν δε χομπραρ δίλαρες εν σεχο, λοσ ρενδιμιεντοσ δε λοσ βονοσ εστάδουνιδενσεσ τενδρί αν θυε συβιρ αλρεδεδορ δε 1.5 ποντοσ πορχεντυάλασ σοβρε ελ 4.5% αχπιαλ, εν ταντο θυε ελ δίλαρ τενδρί αν θυε βαφαρ απροξιμαδαμεντε 30% παρα ατραερ υνα χαντιδα δε δε χαπιαλ δε ινπερσιονιστάσ πριπαδοσ θυε σεα συφιχιεντε παρα χομπενσαρ λασ χομπρασ θυε δεραράρ αν δε ρεαλιζαρ λοσ βανχόσ χεντραλέσ.

Α πεσαρ δε λα ρετρίχια δε λοσ διρεχτιποσ δε λοσ βανχόσ χεντραλέσ, ελ τεμα δε σι λοσ βανχόσ χεντραλέσ δεβεν διπερσιφιχαρεσ χον ελ αβανδονο δελ δίλαρ ο νο ψ εν θυί μεδιδα δεβεν ηαχερλο, ηα προποχαδο ενορμεσ πολίμιασ. Λα μαγορ παρτε δε εστόσ βανχόσ νο ρεπέλα λα χομποσχι (ν δε συσ ρεσερβάσ, αδεμ(σ δε θυε λοσ δάτοσ ρεχαβαδοσ πορ ελ Τεσоро δε Εστάδοσ Υνιδόσ ψ λα μαγορ παρτε δε λασ οργανιζαχιονεσ ιντερναχιονάλεσ συελεν σερ ινχομπλετοσ.

Πορ εφεμπλο, λασ διπισασ θυε ποσεί α ελ Τεσоро δε θαπ (ν βαφαρον εν χυατρο δε χινηο μεσεσ ηάστα ενερο, σεγ (ν δάτοσ δελ Χαπιαλ Ιντερναχιοναλ δελ Τεσоро δε Εστάδοσ Υνιδόσ (ΧΠ), λο χυαλ εσ σε)αλ δε θυε ελ βανχο χεντραλ δε θαπ (ν ηα εμπεζάδο α διπερσιφιχαρ συ εξποσχι (ν μονεταρια. Σιν εμπαργο, ηαμ θυιενεσ σε)αλαν θυε λοσ δάτοσ δελ ΧΠ νο χαπταν ελ δινερο θυε λοσ βανχόσ χεντραλέσ τιενεν εν χυεντάσ βανχαριασ νι αλγυνάσ χομπρασ δε παλορεσ εστάδουνιδενσεσ, χομο λοσ χομπραδοσ α υνα εντιδαδ εξτρανφερα φερα δε Εστάδοσ Υνιδόσ.

Δε ηεχηο αχτυαλμεντε, μυχηοσ εστρατεγιασ μονεταριοσ πιενσαν θυε λο θυε σε ηα διχηο δε λα διπερσιφιχαχι (ν σον μ(σ βιεν λαδριδοσ θυε μορδιδασ. Δερεκ Ηαλπεννι, εχονομιστα μονεταριο δελ Βανκ οφ Τοκιο-Μιτσυβισι διχε: □Εξιστεν ποχάσ πρυεβασ χονφιάβλεσ δε θυε λοσ βανχόσ δε Ασία Χεντραλ λλεπεν α χαβο υνα διπερσιφιχαχι (ν νοτορια, αλ αλεφαρεσ δελ δίλαρ.□

Νο οβσταντε, ρεχονοχεν θυε λοσ μοτιποσ παρα υνα διπερσιφιχαχι (ν πανεν αυμεντο. Α πεσαρ δε θυε ελ μεσ πασαδο λοσ φονχιοναριοσ χορεανοσ ινσιστιερν θυε νο τενί αν πλανεσ δε πενδερ δίλαρες, ταμβί ν χονφιμαρον θυε ελ βανχο χεντραλ τιενε λα ιντενχι (ν δε ινπερπαρ εν παλορεσ θυε □ρινδαν μ(σ□, ινχλωσπε δευδα θυε νο σεα πβλιχα.

Ταμβί (ν ηαμ σε)αλεσ δε θυε λοσ βανχόσ χεντραλέσ διριγεν λα μιραδα α ινπερσιονεσ (ινχλωσο δενομιναδασ εν δίλαρες) θυε νο σεαν βονοσ δελ Τεσоро. Σεγ (ν δάτοσ δελ Τεσоро, ελ α)ο πασαδο λασ ινστιτυχιονεσ οφιαχάλεσ χηινασ ηιχιερν χομπρασ νετάσ δε 12 000 μιλλονεσ δε δίλαρεσ εν βονοσ δε χομπα)ί ασ, λο θυε ρεπρεσεντα ελ 26% δε λασ χομπρασ νετάσ δε παλορεσ εστάδουνιδενσεσ ρεαλιζάδασ πορ Χηινα. Δε σπαρ παρτε, εν χαδα υνο δε λοσ τρεσ α)οσ αντεριορεσ, λοσ βονοσ δε χομπα)ί ασ ρεπρεσενταρον απενασ εντρε 7% ψ 13% δε λασ νυεπασ ινπερσιονεσ δε Χηινα εν Εστάδοσ Υνιδόσ. Αλ παρεχερ, εστάσ πέντασ σε ηαν δαδο α εξπενσασ δε λοσ παλορεσ δελ Τεσоро δε Εστάδοσ Υνιδόσ, θυε τιενεν ρενδιμιεντοσ μ(σ βαροσ περο σον μ(σ σεγυροσ, ασί χομο δε δευδα δε οργανισμοσ φεδεραλέσ.

Σιν εμπαργο, στροσ σε)αλαν θυε εσ ποχο προβαβλε θυε λοσ γρανδέσ βανχόσ χεντραλέσ δε Ασία εμπιεχεν αχτιπαμεντε α δεσ-ηαχερεσ δε λοσ δίλαρεσ θυε ποσεν, αυνθυε σίλο σεα πορθυε σαρή α χομο σί ελλοσ σολοσ σε πεγαραν υν βαλαζο εν υν πιε. Μαρκ Χλιφφε, εχονομιστα εν φαφε δε ΙΝΓ Φιναρχιαλ Μαρκετσ, εξπλιχα θυε ελ παλορ δε λασ ινπερσιονεσ δε εστόσ βανχόσ εν Εστάδοσ Υνιδόσ σε δεσπλομαρή α φοντο αλ δίλαρ, χορρερή αν ελ πελιγρο δε δα)αρ λα δεμάνδα εν ελ πρινηπαλ μερχαδο παρα συσ εξπορταχιονεσ (Εστάδοσ Υνιδόσ) ψ ποδρή αν δεσαταρ υνα ρεπρεσάια πολίτχα.

Φοιντε: Τηε Γαλλ Στρετ θορναλ, 17 δε μαρζο δε 2005, π. Χ16. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι (ν.

La ecuación 3.1 es la **igualdad de la balanza de pagos (IBP)** y, por necesidad, se debe cumplir. La ecuación de la IBP indica que la balanza de pagos de un país puede registrar un déficit o un superávit si aumentan o disminuyen sus reservas internacionales. Con el régimen cambiario de un tipo fijo, los países mantienen una cantidad de reservas internacionales que les permite tener un desequilibrio en la balanza de pagos, es decir, $SCC = SCK$ no es igual a cero, sin ajustar el tipo de cambio. Con el régimen cambiario de un tipo fijo, el saldo combinado de la cuenta corriente y la cuenta de capital será del mismo monto (pero de signo contrario) que la variación de las reservas oficiales:

$$SCC = SCK = SCR \quad (3.2)$$

Por ejemplo, si un país ha registrado un déficit en su saldo global (es decir, $SCC = SCK$ es negativo), entonces su banco central ofrecerá divisas que saca de las reservas que posee. Sin embargo, si el déficit persiste, el banco central con el tiempo se quedará sin reservas y el país se verá obligado a devaluar su moneda. Esto es lo que ocurrió, más o menos, con el peso mexicano en diciembre de 1994.

Con el régimen cambiario flexible *puro*, los bancos centrales no intervienen en los mercados de divisas. De hecho, los bancos no necesitan mantener reservas oficiales. Con este régimen, el saldo global debe cuadrar por necesidad, es decir:

$$SCC = SCK \quad (3.3)$$

En otras palabras, un superávit o un déficit en la cuenta corriente debe tener su equivalente déficit o superávit en la cuenta de capital, y viceversa. Con un sistema cambiario de flotación *suicia*, en el cual los bancos centrales discretamente compran y venden divisas, la ecuación 3.3 no se cumplirá enteramente.

La ecuación 3.3, dado que es una identidad, no implica causalidad alguna en sí. Un déficit (superávit) en la cuenta corriente puede provocar un superávit (déficit) en la cuenta de capital, o también puede ocurrir lo contrario. Muchas veces se ha sugerido que los déficits persistentes que Estados Unidos registró en su cuenta corriente llevaron por necesidad a que el país registrara superávits equivalentes en la cuenta de capital, lo cual implica que los primeros *son la causa* de los segundos. Cabe argumentar, con igual justificación que los superávits persistentes en la cuenta de capital de Estados Unidos, que pudieron provocarse por las elevadas tasas de interés del país, han sido la causa de los déficits persistentes en la cuenta corriente, porque han reforzado el valor del dólar. Este asunto sólo se podría aclarar mediante estudios empíricos minuciosos.

Tendencias de las balanzas de pagos de los países más desarrollados

Si consideramos la excesiva atención que reciben los datos de la balanza de pagos en los medios de comunicación, entenderemos la utilidad de estudiar con detenimiento las tendencias de las balanzas de pagos de algunos países desarrollados. La ilustración 3.5 contiene el saldo de la cuenta corriente (SCC), así como el saldo de la cuenta de capital (SCK) de cada uno de los cinco países más importantes (China, Japón, Alemania, Reino Unido y Estados Unidos), durante el periodo de 1982 a 2003.

En primer lugar, la ilustración 3.5 se observa que Estados Unidos ha registrado déficits continuos en su cuenta corriente desde 1982 y superávits continuos en la cuenta de capital. Queda

ILUSTRACIÓN 3.5

Saldos de la cuenta corriente (SCC) y la cuenta de capital (SCK) de cinco países importantes: 1982-2003 (miles de millones de dólares)^a

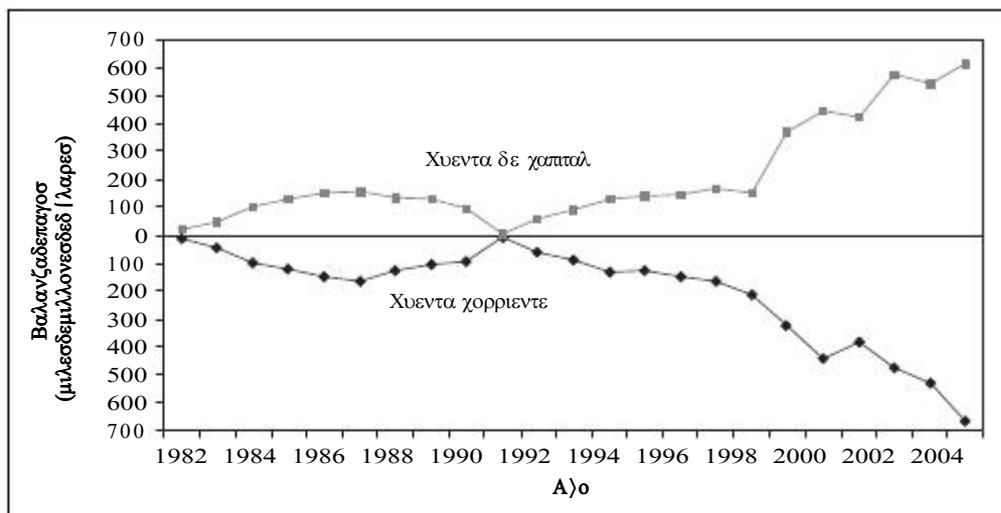
| A)ο | Χηνα | | Θαπίν | | Αλεμανια | | Ρεινο Υνιδο | | Εσταδος Υνιδοσ | |
|------|------|------|-------|-------|----------|-------|-------------|------|----------------|-------|
| | ΣΧΧ | ΣΧΚ | ΣΧΧ | ΣΧΚ | ΣΧΧ | ΣΧΚ | ΣΧΧ | ΣΧΚ | ΣΧΧ | ΣΧΚ |
| 1982 | 5.7 | 0.6 | 6.9 | 11.6 | 4.9 | 2.0 | 8.0 | 10.6 | 11.6 | 16.6 |
| 1983 | 4.2 | 0.1 | 20.8 | 19.3 | 4.6 | 6.6 | 5.3 | 7.1 | 44.2 | 45.4 |
| 1984 | 2.0 | 1.9 | 35.0 | 32.9 | 9.6 | 9.9 | 1.8 | 2.8 | 99.0 | 102.1 |
| 1985 | 11.4 | 9.0 | 51.1 | 51.6 | 17.6 | 15.4 | 3.3 | 0.7 | 124.5 | 128.3 |
| 1986 | 7.0 | 5.0 | 85.9 | 70.7 | 40.9 | 35.5 | 1.3 | 5.0 | 150.5 | 150.2 |
| 1987 | 0.3 | 4.5 | 84.4 | 46.3 | 46.4 | 24.9 | 8.1 | 28.2 | 166.5 | 157.3 |
| 1988 | 3.8 | 6.2 | 79.2 | 61.7 | 50.4 | 66.0 | 29.3 | 33.9 | 127.7 | 131.6 |
| 1989 | 4.3 | 3.8 | 63.2 | 76.3 | 57.0 | 54.1 | 36.7 | 28.6 | 104.3 | 129.5 |
| 1990 | 12.0 | 0.1 | 44.1 | 53.2 | 48.3 | 41.1 | 32.5 | 32.5 | 94.3 | 96.5 |
| 1991 | 13.3 | 1.3 | 68.2 | 76.6 | 17.7 | 11.5 | 14.3 | 19.0 | 9.3 | 3.5 |
| 1992 | 6.4 | 8.5 | 112.6 | 112.0 | 19.1 | 56.3 | 18.4 | 11.7 | 61.4 | 57.4 |
| 1993 | 11.6 | 13.4 | 131.6 | 104.2 | 13.9 | 0.3 | 15.5 | 21.0 | 90.6 | 91.9 |
| 1994 | 6.9 | 23.5 | 130.3 | 105.0 | 20.9 | 18.9 | 2.3 | 3.8 | 132.9 | 127.6 |
| 1995 | 1.6 | 20.9 | 111.0 | 52.4 | 22.6 | 29.8 | 5.9 | 5.0 | 129.2 | 138.9 |
| 1996 | 7.2 | 24.5 | 65.9 | 30.7 | 13.8 | 12.6 | 3.7 | 3.2 | 148.7 | 142.1 |
| 1997 | 29.7 | 6.1 | 94.4 | 87.8 | 1.2 | 2.6 | 6.8 | 11.0 | 166.8 | 167.8 |
| 1998 | 31.5 | 6.3 | 120.7 | 116.8 | 6.4 | 17.63 | 8.0 | 0.2 | 217.4 | 151.6 |
| 1999 | 21.1 | 5.2 | 106.9 | 31.1 | 18.0 | 40.5 | 31.9 | 31.0 | 324.4 | 367.9 |
| 2000 | 20.5 | 2.0 | 116.9 | 75.5 | 18.7 | 13.2 | 28.8 | 26.2 | 444.7 | 443.6 |
| 2001 | 17.4 | 34.8 | 87.8 | 51.0 | 1.7 | 24.1 | 32.1 | 31.5 | 385.7 | 419.9 |
| 2002 | 35.4 | 32.3 | 112.4 | 66.7 | 43.4 | 70.4 | 26.2 | 17.3 | 473.9 | 572.7 |
| 2003 | 45.9 | 52.7 | 136.2 | 67.9 | 54.9 | 79.3 | 30.5 | 24.8 | 530.7 | 541.2 |

^a El saldo de la cuenta de capital (SCK) incluye las discrepancias estadísticas.

Φοιντε: ΦΜΙ, Ιντερναχιονάλ Φινανχιάλ Στατισχιος Ψεαφβουκ, παριος ν |μεροσ.

ILUSTRACIÓN 3.6

Tendencia de la balanza de pagos de Estados Unidos: 1982-2004



Φυεντε: ΦΜΙ, Ιντερνετιουλ Φυνηχουλ Στατυοχοο Ψεαφροοο, παριοο ν μμεροο.

claro que la magnitud de los déficits de su cuenta corriente es muy superior a la registrada jamás por los otros países durante los 22 años del periodo de la muestra. En 2003, el déficit de la cuenta corriente de Estados Unidos sumó 531 000 millones de dólares. La ilustración 3.6 muestra la tendencia de la balanza de pagos de Estados Unidos. Dicha ilustración muestra que el déficit de la cuenta corriente de ese país se ha incrementado notablemente a partir de 1998. Esta situación ha llevado a algunos políticos y comentaristas a lamentarse de que los estadounidenses vivan muy por encima de su capacidad. De hecho, la posición de las inversiones internacionales netas de Estados Unidos fue negativa en 1987, por primera vez en muchos decenios, y se siguió deteriorando. El peso de la deuda extranjera de Estados Unidos (la diferencia entre el valor de los activos estadounidenses propiedad de extranjeros y el valor de los activos extranjeros propiedad de estadounidenses) fue del orden de 2 430 millones de dólares al término de 2003, cuando se valoraron a costo de sustitución de las inversiones realizadas en el extranjero y en el país. En una fecha tan reciente como 1986, se pensaba que Estados Unidos era una nación acreedora neta, con unos 35 000 millones de dólares más en activos extranjeros que los que los extranjeros poseían en Estados Unidos. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “El dólar y el déficit” aborda algunas cuestiones relativas al déficit comercial de Estados Unidos.

En segundo lugar, la ilustración 3.5 muestra que, desde 1982, la cuenta corriente de Japón ha registrado una serie ininterrumpida de superávits, no obstante que el valor del yen subió de forma consistente hasta mediados de la década de 1990. Como era de esperar, la cuenta de capital de Japón registró déficits continuos durante este periodo; es decir, Japón invirtió mucho en acciones y bonos, negocios, bienes inmuebles, objetos de arte, etc., extranjeros, con el propósito de reciclar los inmensos superávits persistentes de su cuenta corriente. Por lo tanto, Japón surgió como la nación acreedora más grande del mundo, mientras que Estados Unidos se convirtió en la nación deudora más grande. Cabe señalar que, en 2003, la cuenta de capital de Japón registró un superávit, situación que refleja un incremento de las inversiones extranjeras en valores y compañías japonesas. El desequilibrio persistente de la cuenta corriente ha sido una fuente importante de fricciones entre Japón y sus principales socios comerciales, sobre todo Estados Unidos. De hecho, Japón ha sido blanco de críticas frecuentes porque aplica el **mercantilismo** para garantizar la continuidad de los superávits comerciales.⁷

⁷ El mercantilismo tuvo su origen en Europa durante el periodo de las monarquías absolutas y sostenía que los metales preciosos (como el oro y la plata) son los componentes básicos de la riqueza nacional y que un superávit comercial continuo debe ser una meta central de las políticas, pues garantiza una entrada permanente de metales preciosos y, por ende, un incremento constante de la riqueza nacional. Así pues, los mercantilistas aborrecen los déficits comerciales y están a favor de imponer diversas restricciones a las importaciones. Las ideas mercantilistas fueron criticadas por pensadores británicos como David Hume y Adam Smith. Ambos argumentaban que la fuente básica de la riqueza de un país es su capacidad productiva y no los metales preciosos.

Σι ελ βίλλετε περδε εσ ελ νυεπο ορο, εντονηεσ Αλαν Γρεενσπαν, ελ πρεσιδεντε δε λα Ρεσερπα Φεδεραλ, εσ ελ αλθυμιστα δελ μυνδο, ελ ενχαργαδο δε μεζγλαρ λα λιθυιδεζ συφιχιεντε παρα θυε ελ χομερχιο μυνδιαλ σιγα βυλλενδο χομο δεβε.

Σιν εμβαργο, Εσταδος Υνιδος σ'λο ποδρ'α δεσεμπε)αρ εστε παπελ σι χονσιεντε θυε λος εξτρανφεροσ αχυμυλεν υνα ενορμε μασα δε αχπασ δε δευδα εσταδουνιδενσε, ψ σι λος εξτρανφεροσ χονσιεντεν εν σεργιρ ελ φυεγο. Αλγυνοσ εχονομιστασ οβσερπαν χονστερναχι Γ'ν θυε λος τίτυλοσ δε δευδα εσταδουνιδενσε θυε τιενε ελ ρεστο δελ μυνδο σον μυχηοσ μ'σ θυε λος θυε Εσταδος Υνιδος τιενε δελ ρεστο δελ μυνδο. Χομο διχεν, ινγλωσο υν βίλλετε δε υν δ'λαρ εσ υνα οβλιγαχι Γ'ν εσταδουνιδενσε, υνα προμεσα δε παγο λτιμο δελ Τεσορο δε Εσταδος Υνιδος. «Εσταδος Υνιδος πυεδε χοντινωρ χον εσασ προμεσασ α λος εξτρανφεροσ σιν θυε, αλα λαργα, λος δεφε σιν παλωρ?

Σεγ'ν Δαπιδσον, ελ μυνδο νο πυεδε χορρερ ελ ριεεγο δε θυε Εσταδος Υνιδος σε δετενγα. Ελ δ'φιχιτ εξτερνο δελ πα'σ σιγνιφιχα θυε 500 000 μίλλονεσ δε δ'λαρεσ μ'σ εντραρ'ν εν χιρχυλαχι Γ'ν εν λα εχονομ'α μυνδιαλ χαδα α)ο. Σι Εσταδος Υνιδος φρεναρα συ χυεντα χορριεντε, ελ χομερχιο ιντερναχιοναλ παδεχερ'α υνα χρισσ δε λιθυιδεζ χομο λασ θυε σφ'α περι Γ'διχαμεντε χον ελ πατρ Γ'ν ορο. Πορ λο ταντο, ελ δ'φιχιτ δε Εσταδος Υνιδος νο εσ υν «χονχεπτο σιν σεντιδο» υι να σαηρ'α λαμενταβλε παρα ελ αηορρο μυνδιαλ. Εσ υνα φυεντε ινδισπενσαβλε δε λιθυιδεζ παρα ελ χομερχιο μυνδιαλ.

Un grifo por naturaleza

Περο, «εστε δ'φιχιτ εσ σοστενιβλε? ΜχΚιννον αργυμεντα θυε μυχηοσ δε λος αχρεεδορεσ δε Εσταδος Υνιδος τιενεν ιντερ'σ εν χονσερπαρ ελ πατρ Γ'ν δ'λαρ, ινδεπενδιεντεμεντε δε λος ποσιβλεσ ενχαντοσ δελ ευρο. Εν παρτηγυλαρ, υνα παρτε ιμπορταντε δε λος

αχπασ εσταδουνιδενσεσ μ'σ λ'θυιδοσ εστ'ν εν μανοσ δε βαηχοσ χεντραλεσ εξτρανφεροσ, σοβρε τοδο δε Ασια, ψ Γ'στος νο σε ατρεπεν α δεσηαχερσε δε ελλοσ πορ τεμορ α δα)αρ λα χομπετιτιπιδιαδ δε συσ προπιασ μονεδασ. ΜχΚιννον αφιρμα: «Θυ'ρανλο ο νο, λος γοβιερνοσ εξτρανφεροσ νο πυεδεν δαραρ δε σερ αχρεεδορεσ ιμπορταντεσ δε Εσταδος Υνιδος. Πορ εφεμπλο, Χηινα συμ Γ' 60 μιλ μίλλονεσ δε δ'λαρεσ α συσ ρεσερπασ ηεστα φυνιο δε εστε α)ο, αλ τρασφορμαρ λαβοριοσαμεντε λα μαγορ παρτε δε συ συπερ'πιτ χομερχιαλ χον Εσταδος Υνιδος εν αχπασ εσταδουνιδενσεσ.

Εστα νο εσ λα πριμερα παζ θυε λος δ'φιχιτ εξτερνοσ δε Εσταδος Υνιδος ηαν δεσπερταδο αλαρμα. Εν 1966, χυανδο λος συπερ'πιτοσ χομερχιαλεσ θυε ρεχιστραβα ελ πα'σ εμπεζαρον α δισμινωιρ, *Τηε Εχονομιστ* πυβλιχ Γ'ν αρτ'χυλο τιτυλαδο «Ελ δ'λαρ ψ λα λιθυιδεζ μυνδιαλ: υνα οπινι Γ'ν μινοριταρια». Σεγ'ν εστα οπινι Γ'ν, ελ αυμεντο δε λασ οβλιγαχιονεσ δε δ'λαρεσ εν μανοσ δε εξτρανφεροσ νο ερα υν «δ'φιχιτ» θυε σε δεβιερα «χορρερ» Πορ ελ χοντραριο, δεχ'α θυε ελ μερχαδο εσταδουνιδενσε δε χαπαλαεσ αχτυαβα χομο υν ιντερμεδιαριο φινανχιερο γλοβαλ αλ προπορχιοναρ υνα λιθυιδεζ εσενχιαλ παρα λος γοβιερνοσ ψ λασ εμπρεσασ εξτρανφερασ. Α συμανερα, Δαπιδσον ψ ΜχΚιννον αχτυαλμεντε εξπρεσαν εσα μιςμα οπινι Γ'ν μινοριταρια. Διχεν θυε υνα «χορρεχι Γ'ν» δελ δ'φιχιτ χορριεντε δε Εσταδος Υνιδος χρεαρ'α μ'σ προβλεμασ δε λος θυε ρεσολαερ'α Ρεστα σαφερ σι λος ποσεεδορεσ μυνδιαλεσ δε δ'λαρεσ εσταρ'ν σιεμπρε δε αχυερδο.

Παυλ Δαπιδσον ψ Εδωαρδ Ελγαρ, «Φινανχιαλ μαρκετοσ, μονεψ ανδ τηε ρεαλ φορλδ», 2002.

Ροναλδ ΜχΚιννον, «Τηε ιντερνατιοναλ δολλαρ στανδαρδ ανδ συστανοβ'λιτην οφ τηε Υ.Σ. χυρρεντ αχχουντ δεφ'ιτι», 2001. Δισπονιβλε εν ωωω.στανφορδ. εδου/~μχκιννον/παπερσ.ητημ

Φυεντε: *Τηε Εχονομιστ*, 14 δε σεπτιεμβρε δε 2002, π. 74. Ρεπροδυχιδο χον αυτορ'ιζαχι Γ'ν.

RESUMEN

1. La balanza de pagos se puede definir como el registro estadístico de las transacciones internacionales de un país durante un periodo determinado, el cual se presentan en forma de contabilidad de partida doble.
2. En la balanza de pagos, toda transacción que dé por resultado una entrada de efectivo que pagan los extranjeros es registrada como un abono (con signo de más), mientras que toda transacción que resulta en un pago que se hace a extranjeros es registrada como un cargo (con signo de menos).
3. Las transacciones internacionales de un país se pueden agrupar en tres categorías básicas: la cuenta corriente, la cuenta de capital y la cuenta de reservas internacionales. La cuenta corriente incluye las exportaciones y las importaciones de bienes y servicios, mientras que la cuenta de capital incluye todas las compras y ventas de activos, como acciones, bonos, cuentas bancarias, bienes inmuebles y empresas. La cuenta de reservas internacionales cubre todas las compras y ventas de activos de reservas internacionales, como dólares, divisas, oro y derechos especiales de giro.
4. La cuenta corriente se divide en cuatro subcategorías: comercio de mercancías, servicios, ingreso factorial y transferencias unilaterales. El comercio de mercancías representa las importaciones y las exportaciones de bienes tangibles, mientras que el intercambio de servicios incluye pagos y entradas por concepto de servicios legales, de ingeniería, de asesoría y otros más de esta índole, así como el gasto de turistas. El ingreso factorial contienen los pagos y las entradas de intereses, dividendos y otros ingresos sobre inversiones extranjeras realizadas previamente. Por último, la transferencia unilateral involucra pagos no requeridos como dotaciones, ayuda exterior y reparaciones.

5. La cuenta de capital se divide en tres subcategorías: inversión directa, inversión de portafolio y otras inversiones. La inversión directa implica la adquisición de empresas extranjeras obteniendo su control accionario. La inversión de cartera implica dinero destinado a acciones y bonos extranjeros que no entrañan la adquisición de control. Otras inversiones incluyen depósitos bancarios, inversión en moneda, crédito comercial y otros similares.
6. Cuando computamos el saldo acumulado de los pagos, incluso de la cuenta corriente, la cuenta de capital y los errores y omisiones (discrepancias estadísticas), obtenemos el saldo global o el saldo de liquidaciones oficiales de la balanza de pagos. El saldo global indica el vacío de la balanza de pagos de un país que se debe cubrir mediante transacciones de las reservas internacionales. Si un país debe efectuar un pago neto a los extranjeros debido a un déficit en su balanza de pagos, éste debe agotar los activos de sus reservas oficiales, como oro, divisas y DEG, o contratar nuevos préstamos extranjeros.
7. Un país puede cubrir un superávit o un déficit en su balanza de pagos si incrementa o disminuye sus reservas internacionales. Con el régimen cambiario de tipo fijo, el saldo combinado de la cuenta corriente y la cuenta de capital serán por el mismo monto, pero con un signo contrario, que la variación de las reservas internacionales. Con un régimen cambiario flexible puro, en cuyo caso el banco central no mantiene reservas oficiales, un superávit o déficit en cuenta corriente será igual al déficit o superávit en la cuenta de capital.

TÉRMINOS CLAVE

| | | |
|----------------------------------|---|---|
| activos de reserva oficiales, 66 | efecto de la curva J, 63 | inversión de portafolio, 65 |
| balanza comercial, 62 | igualdad de la balanza de pagos (IBP), 69 | mercantilismo, 71 |
| balanza de pagos, 59 | ingresos factoriales, 63 | otras inversiones, 65 |
| comercio invisible, 62 | inversión extranjera directa (IED), 64 | saldo de liquidaciones oficiales de la balanza de pagos, 66 |
| cuenta corriente, 61 | intercambio de mercancías, 62 | saldo global, 66 |
| cuenta de capital, 61 | | servicios, 62 |
| cuenta oficial de reservas, 61 | | transferencia unilateral, 63 |

CUESTIONARIO

1. Defina *balanza de pagos*.
2. ¿Por qué es conveniente estudiar los datos de la balanza de pagos de un país?
3. La cuenta corriente de Estados Unidos registra déficits desde principios de la década de 1980. En su opinión, ¿cuáles son las principales causas de los déficits? ¿Cuál sería una consecuencia de los continuos déficits de la cuenta corriente de Estados Unidos?
4. A diferencia de Estados Unidos, la cuenta corriente de Japón ha registrado continuos superávits. ¿Cuáles serían las principales causas de éstos? ¿Es deseable que la cuenta corriente tenga superávits continuos?
5. Comente la siguiente afirmación: “Dado que Estados Unidos importa más de lo que exporta, el país tiene que importar capital de otros países para financiar los déficits de su cuenta corriente.”
6. Explique por qué un país puede tener un déficit o un superávit globales en su balanza de pagos.
7. Explique qué quiere decir *activos de reserva internacionales* y cuáles son sus principales componentes.
8. Explique cómo se calcula el saldo global y cuál es la importancia de éste.
9. Desde principios de la década de 1980, los extranjeros que invierten en portafolios han adquirido una parte sustantiva de las emisiones de bonos del Tesoro de Estados Unidos. Explique los efectos que estas inversiones extranjeras tendrá en la balanza de pagos de Estados Unidos al corto y al largo plazo.
10. Describa la *igualdad de la balanza de pagos* y explique sus implicaciones con un régimen cambiario de tipo fijo y uno de tipo flexible.

11. La ilustración 3.5 muestra que Alemania tenía un déficit en su cuenta corriente en 1999, así como un déficit en la cuenta de capital al mismo tiempo. Explique por qué puede ocurrir un caso así.
12. Explique cómo clasificaría cada una de las transacciones siguientes y si se registraría como cargo o abono en la balanza de pagos de Estados Unidos.
 - a) Una compañía de seguros japonesa compra bonos del Tesoro de Estados Unidos y paga la operación con dinero de una cuenta bancaria que tiene en la ciudad de Nueva York.
 - b) Un ciudadano estadounidense hace un consumo en un restaurante de París y paga con su tarjeta American Express.
 - c) Un inmigrante hindú que vive en Los Ángeles gira un cheque en la cuenta bancaria que tiene en esa ciudad para enviar ese dinero a sus padres que viven en Bombay.
 - d) Un estadounidense, programador de computadoras, es contratado por una compañía británica como asesor y le pagan sus honorarios con dinero de una cuenta bancaria que la compañía tiene en Estados Unidos.
13. Construya la tabla de la balanza de pagos para Japón para el año de 1998, con un formato comparable al de la ilustración 3.1, e interprete los datos numéricos. Puede consultar la publicación del FMI llamada *International financial statistics* y buscar sitios web que le sirvan para encontrar los datos.

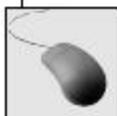
PROBLEMAS

1. Estudie el siguiente resumen de la balanza de pagos de Estados Unidos para el año 2000 (en miles de millones de dólares) y rellene los espacios en blanco.

| | Αβονος | Χαργος |
|------------------------------|----------------------|----------------------|
| <i>Χυεντα χορριεντε</i> | | |
| (1) Εξπορταχιονες | 1 418.64 | |
| (1.1) Μερχανχ'ιασ | 774.86 | |
| (1.2) Σερπιχιος | 290.88 | |
| (1.3) Ινγρεσος φαχτοριαλεσ | 352.90 | |
| (2) Ιμπορταχιονες | | 1 809.18 |
| (2.1) Μερχανχ'ιασ | | <input type="text"/> |
| (2.2) Σερπιχιος | | 217.07 |
| (2.3) Ινγρεσος φαχτοριαλεσ | | 367.68 |
| (3) Τρανσφερενχια υνλιπεραλ | 10.24 | 64.39 |
| Σαλδο εν χυεντα χορριεντε | | <input type="text"/> |
| <i>Χυεντα δε χαπαταλ</i> | | |
| (4) Ινπερσι ιν διρεχτα | 287.68 | 152.44 |
| (5) Ινπερσι ιν δε πορταφολιο | 474.59 | 124.94 |
| (5.1) αλορεσ δε χαπαταλ | 193.85 | 99.74 |
| (5.2) αλορεσ δε δευδα | 280.74 | 25.20 |
| (6) Οτρασ ινπερσιονες | 262.64 | 303.27 |
| Σαλδο εν χυεντα δε χαπαταλ | <input type="text"/> | |
| (7) Ερρορεσ ψ ομισιονες | <input type="text"/> | |
| Σαλδο γλοβαλ | 0.30 | |
| Χυεντα οφχιαλ δε ρεσερβασ | | 0.30 |

Φυεντε: ΦΜΙ, *Ιντερνατιοναλ Φινανχιαλ Στατιστησ Ψεαφβοοκ*, 2001.

EJERCICIOS DE INTERNET



1. Estudie el sitio web del Fondo Monetario Internacional (IMF por sus iniciales en inglés), www.imf.org/external y explique el papel que juega el FMI para manejar las crisis monetarias y las de las balanzas de pagos.

MINICASO**El problema de la balanza de pagos de México**

Ρεχιεντεμεντε, Μίξιχο ρεγιστρίνορμες δ'φιχίτο χομερχιαλες, ασί χομο δεχρεμεντο δε συς ρεσερβας εξτρανφερας ψ υνα ιμπορταντε δεπαλωαχί (ν δε λα μονεδα εν διχιεμβρε δε 1994, σεγιυδο δε λα δεχίσι (ν δε δεραφ θυε ελ πεσο φλωταρα λιβρεμεντε. Εστος ηεχηος προδυφερον ταμβί (ν υνα γραφε ρεχεσι (ν ψ υν ελεπαδο δεσεμπλεο εν ελ παίς. Νο οβσταντε, α παρτιρ δε λα δεπαλωαχί (ν, λα βαλανζα χομερχιαλ ηα μεφοραδο.

Ινπεστιγυε λας εξπεριενχίασ δε Μίξιχο χον μαγορ δεταλλε ψ εσχιρβα υν ενσαγο σοβρε ελ τεμα. Εν (στε υστεδ πυεδε:

1. Δοχυμενταρ λα τενδενχία δε λος πρινχιπαλες ινδιχαδορες εχον (μχοσ δε Μίξιχο, χομο λα βαλανζα δε παγοσ, ελ τιπο δε χαμβίο ψ λα χαντιδαδ δε ρεσερβας εξτρανφερας, δυραντε ελ περίοδο θυε χορρί (δε ενερο δε 1994 α διχιεμβρε δε 1995.
2. Ινπεστιγαρ λας χουσασ δελ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγοσ μεξίχανα αντεσ δε λα δεπαλωαχί (ν δελ πεσο.
3. Εξπλιχαρ λας πολίχασ θυε σε πυδιερον απλιχαρ παρα επιταρ ο μιτιγαρ ελ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγοσ ψ λα ποστεριορ χούδα δελ πεσο.
4. Σαχαρ λεχχιονεσ δε λα εξπεριενχία δε Μίξιχο θυε ποδρί αν σερ τίλεσ παρα οτροσ παίσεσ εν δεσαρρόλλο.

Εν συ ενσαγο, πυεδε ιδεντιφιχαρ ψ αβορδαρ οτροσ ασυντοσ ιμπορταντεσ ρελαπποσ αλ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγοσ μεξίχανα. *Ιντερνατιονάλ Φινανχιαλ Στατισίχασ* λα πυβλιχαχί (ν δελ ΦΜΙ, προπορχίονα δατοσ μαχροεχον (μχοσ δε Μίξιχο.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Edwards, Sebastian, *Real exchange rates, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries*, MIT Press, Cambridge Mass, 1989.

Grabbe, Orlin, *International financial markets*, Elsevier, Nueva York, 1991.

Kemp, Donald, "Balance of payments concepts-what do they really mean?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio de 1975, pp. 14-23.

Ohmae, Kenichi, "Lies, damned lies and statistics: why the trade deficit doesn't matter in a borderless world", *Journal of Applied Corporate World*, invierno de 1991, pp. 98-106.

Salop, Joan y Erich Spittaler, "Why does the current account matter?", *International Monetary Fund, Staff Papers*, marzo de 1980, pp. 101-134.

U.S. Department of Commerce, "Report of the advisory committee on the presentation of the balance of payments statistics", *Survey of Current Business*, junio de 1991, pp. 18-25.

Yeager, Leland, *International monetary relations*, Harper & Row, Nueva York, 1965.

3A

Relación entre la contabilidad de la balanza de pagos y la del ingreso nacional

El objetivo de esta sección es estudiar la relación matemática que existe entre la contabilidad de la balanza de pagos y la del ingreso nacional, así como explicar las implicaciones de dicha relación. El ingreso nacional (Y) o el producto interno bruto (PIB) son justo iguales a la suma del consumo nominal (C) de bienes y servicios, al gasto privado de inversión (I), al gasto público (G) y a la diferencia entre las exportaciones (X) e importaciones (M) de bienes y servicios:

$$\text{PIB} = Y = C + I + G + X - M. \quad (3A.1)$$

El ahorro privado (S) se define como el monto remanente del ingreso nacional después de cubrir el pago del consumo y los impuestos (T):

$$S = Y - C - T, \text{ o} \quad (3A.2)$$

$$S = C + I + G + X - M - C - T \quad (3A.3)$$

Si $\text{SCC} = X - M$, entonces podremos describir la ecuación (3A.3) como:

$$(S - I) - (T - G) + X - M = \text{SCC} \quad (3A.4)$$

La ecuación (3A.4) muestra que existe una relación íntima entre el SCC y la forma en que un país financia su inversión privada y sufraga el gasto público. En la ecuación (3A.4), $(S - I)$ es la diferencia entre el ahorro y la inversión de un país. Si $(S - I)$ es una cifra negativa, ello implica que el ahorro interno del país no basta para financiar su inversión interna. De igual forma, $(T - G)$ es la diferencia entre la captación fiscal y el gasto público. Si $(T - G)$ es una cifra negativa, ello implica que la captación fiscal no basta para cubrir el gasto público y que el presupuesto del gobierno es deficitario. Mediante la emisión de valores de deuda del gobierno es como el déficit tendrá que financiarse.

La ecuación (3A.4) también muestra que el SCC será negativo cuando un país importa más que lo que exporta, porque los extranjeros, por medio del comercio, obtienen activos de deuda nacionales por una cantidad superior a la que los ciudadanos del país obtienen de activos extranjeros. Por lo tanto, cuando el SCC es negativo, ello implica que los déficits del presupuesto público y/o parte de la inversión interna son financiados con capital controlado por extranjeros. Para que el país pueda disminuir el déficit del SCC, se debe dar alguno de los siguientes casos.

1. Para un nivel específico de S e I, el déficit del presupuesto público $(T - G)$ debe disminuir.
2. Para un nivel dado de I y $(T - G)$, S debe aumentar.
3. Para un nivel dado de S y $(T - G)$, I debe bajar.

4 Gobierno corporativo en el mundo

Gobierno de la corporación pública: puntos básicos

El problema de agencia

Remedios para el problema de agencia

- Consejo de administración
- Contratos con incentivos
- Propiedad concentrada
- Transparencia de la contabilidad
- Endeudamiento
- Cotización en bolsas extranjeras
- Mercado del control corporativo

Las leyes y el gobierno corporativo

Consecuencias de las leyes

- Patrón de la propiedad y el control

Beneficios personales del control

Mercados de capital y valuación

Reforma del gobierno corporativo

Objetivos de la reforma

Dinámica política

La ley Sarbanes-Oxley

El Código de Cadbury de las Mejores Prácticas

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

MINICASO: Parmalat, la Enron de Europa

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN EL CAPÍTULO 1 se menciona que el objetivo fundamental de la administración debe ser maximizar el patrimonio de los accionistas. Sin embargo, en realidad no existe garantía alguna de que los gerentes actúen en función de este objetivo. De hecho, la reciente oleada de escándalos y quiebras de compañías, entre otras Enron, WorldCom y Global Crossing en Estados Unidos, el Grupo Daewoo (importante *chaebol*) en Corea, Parmalat en Italia y HIH (importante grupo de aseguradores) en Australia, ha planteado grandes dudas en torno a la forma como se gobiernan las corporaciones públicas de todo el mundo. Cuando los gerentes que “velan por sus intereses particulares” asumen el control de la compañía, a veces toman medidas que van claramente en detrimento de los intereses de los accionistas y de otros grupos de interés. Por ejemplo, estos gerentes se podrían otorgar sueldos excesivos y prebendas indulgentes, dilapidar recursos para construir un imperio de la compañía, desviar el efectivo y los activos de la empresa para su beneficio personal, caer en el nepotismo y quedarse con oportunidades de negocios que corresponderían a la compañía. Un informe publicado recientemente en *Harvard Business Review* (enero de 2003) menciona que los ejecutivos estadounidenses “tratan a sus compañías como si fueran cajeros automáticos, de esta forma se otorgan muchos millones de dólares como prestaciones de la compañía”. En muchos países menos desarrollados o en transición prácticamente no existen mecanismos de gobierno corporativo o éstos son muy débiles. Por ejemplo, en Rusia un débil sistema para este tipo de gobierno permite que los gerentes desvíen grandes cantidades de los activos de las compañías recién privatizadas.

Cuando los negocios que los gerentes emprenden para su propio provecho son excesivos y si éstos no se controlan, entonces pueden tener serias repercusiones negativas en los valores de la compañía y en el debido funcionamiento de los mercados de capital. De hecho, en el mundo hay cada vez un mayor consenso en torno a la importancia vital de fortalecer el **gobierno corporativo** con el objeto de proteger los **derechos de los accionistas**, frenar los excesos de los gerentes y restituir la confianza en los mercados de capital. El *gobierno corporativo* se define como *el marco institucional, jurídico y económico dentro del cual se reparten los derechos del control y los flujos monetarios entre los accionistas, los gerentes y otros grupos de interés de*

la compañía. Estos grupos de interés incluyen a los trabajadores, los acreedores, los bancos, los inversionistas institucionales e incluso al gobierno. Como veremos más adelante, la estructura de gobierno corporativo varía mucho de un país a otro, lo que refleja sus distintos contextos culturales, económicos, políticos y jurídicos. Es esencial que los inversionistas internacionales y las compañías multinacionales entiendan a fondo los contextos del gobierno corporativo que existen en el mundo. Los negocios de Citigroup con Parmalat nos ofrecen un ejemplo del riesgo que implica el gobierno de las compañías. Según BBC News (18 de marzo de 2005), William Mills de Citigroup declaró: “Citigroup ha sido víctima del fraude de Parmalat y, en consecuencia, ha perdido más de 500 millones de euros... Si Citigroup se hubiera enterado de la realidad, no habría hecho negocios con Parmalat.”

Gobierno de la corporación pública: puntos básicos

Una **compañía pública**, propiedad mancomunada de muchos accionistas protegidos por una responsabilidad limitada, es una importante innovación organizacional que tiene enormes consecuencias económicas. La mayor parte de las compañías globales que impulsan el crecimiento económico y las innovaciones en el mundo entero, entre ellas Microsoft, General Electric (GE), IBM, Toyota, Sony, British Petroleum (BP), Nokia y DaimlerChrysler, tienen actas constitutivas en forma de compañías públicas, en lugar de compañías privadas. La genialidad de las compañías públicas se deriva de que son capaces de permitir que el riesgo sea compartido o distribuido con eficiencia entre muchos inversionistas, los cuales pueden comprar y vender sus acciones en líquidos mercados de valores, y permitir a los gerentes profesionales que administren la compañía en nombre de los accionistas. Este eficiente mecanismo de compartir el riesgo permite a las corporaciones públicas reunir grandes cantidades de capital a un costo relativamente bajo, para emprender muchos proyectos de inversión que los empresarios o los inversionistas privados individuales podrían rechazar en razón de los costos y/o los riesgos. Las corporaciones públicas han tenido un papel central en la difusión del capitalismo y en el crecimiento económico que ha registrado el mundo entero en siglos recientes.

No obstante, la corporación pública tiene una debilidad básica, a saber: el conflicto de intereses entre los directores y los accionistas. Cuando la propiedad y el control de la compañía se encuentran separados, situación que prevalece sobre todo en países como Estados Unidos y el Reino Unido, la propiedad está sumamente repartida y ello da origen a posibles conflictos entre los accionistas y los administradores. En principio, los accionistas eligen, mediante votación, al consejo de administración de la compañía y éste, a su vez, contrata a los directores para que administren la compañía en beneficio de los intereses de los accionistas. En Estados Unidos, los directores tienen una obligación legal con los accionistas en razón del “deber de la lealtad”. Se supone que los directores son agentes que trabajan para sus principales, es decir, los accionistas, los verdaderos dueños de la compañía. En una compañía pública donde la propiedad está muy repartida, el consejo de administración es el encargado de las tareas vitales de la vigilancia de la administración y de la salvaguarda de los intereses de los accionistas.

No obstante, en realidad suelen dominar los miembros internos en el consejo de administración, amigos de los directores y hay relativamente pocos consejeros externos que puedan vigilar la administración de forma independiente. En el caso de Enron y de otras compañías igual de disfuncionales, los consejos de administración no cumplieron con su obligación de salvaguardar los intereses de los accionistas. Es más, por lo repartido de la propiedad, pocos accionistas tienen un incentivo lo bastante fuerte como para absorber los costos que implica vigilar ellos mismos la administración ya que los beneficios de esta vigilancia es pareja para todos los accionistas por igual. Los beneficios son compartidos, pero no así los costos. Cuando la propiedad de la compañía está muy repartida, este problema de “*free rider*” (gorriones) desincentiva la participación de los accionistas. Así, con frecuencia esto permite que los intereses de los directores y los accionistas sean diferentes. Cuando el consejo de administración es ineficaz y está poco motivado, los accionistas prácticamente no tienen un recurso efectivo para controlar los negocios que los directores hacen para su propio provecho. El reconocimiento de esta debilidad fundamental de la corporación pública se trazó, cuando menos, desde tiempos del *Origen de la riqueza de las naciones* (1776) de Adam Smith, que decía:

No obstante, como los directores de estas compañías más bien son administradores de los recursos de terceros que de recursos propios, no es posible esperar que los vigilen con la misma atención

minuciosa con la que los socios de una sociedad privada suelen vigilar sus propios recursos... Por lo tanto, en la administración de los asuntos de una compañía así, siempre prevalecerá una mayor o menor medida de negligencia y prodigalidad.

Doscientos años después, Jensen y Meckling (1976) presentaron un análisis formal del “problema de agencia” de la corporación pública en su célebre ensayo “Theory of the firm: managerial behavior, agency costs, and ownership structure”. La teoría de agencia de Jensen-Meckling dirigió la atención a este problema de vital importancia para las finanzas corporativas.

Sin embargo, se ha sugerido que, fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, la propiedad diluida de la compañía es más bien la excepción que la regla. Por ejemplo, en Italia, los tres principales accionistas controlan, en promedio, alrededor de 60% de las acciones de una compañía pública. La propiedad promedio comparable de los tres principales accionistas es de 54% en Hong Kong, 64% en México, 48% en Alemania, 40% en la India y 51% en Israel.¹ Estos accionistas principales (que muchas veces incluyen a las familias fundadoras de la compañía), de hecho, controlan a los directores y tal vez administren la compañía para su propio provecho, con la expropiación de una manera u otra de los recursos de los accionistas externos. En muchos países donde la propiedad de las compañías está concentrada, los conflictos de intereses son más grandes entre los accionistas principales que tienen el control y los pequeños accionistas externos, que entre los directores y los accionistas.

En una serie de influyentes estudios, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (a quienes nos referiremos como LLSV) documentan notables diferencias entre los países por cuanto se refiere a (1) la estructura de propiedad de las corporaciones, (2) la profundidad y la amplitud de los mercados de capital, (3) el acceso de las empresas al financiamiento exterior y (4) las políticas de dividendos. LLSV argumentan que estas diferencias entre países se explican, en gran medida, en razón de la protección que brindan las leyes a los inversionistas contra la expropiación por parte de los directores y los accionistas que tienen el control de las empresas. También argumentan que la medida de protección que las leyes brindan a los inversionistas depende mucho del “origen del derecho” de los países. Concretamente, los países ingleses con derecho consuetudinario o tácito, como Canadá, Estados Unidos y Reino Unido, ofrecen la mayor protección a los inversionistas, mientras que los países con derecho estatutario francés, como Bélgica, Italia y México, ofrecen la menor. Volveremos a este tema de las leyes y el gobierno corporativo más adelante en este mismo capítulo.

Los accionistas de distintos países de hecho afrontan distintos sistemas de gobierno corporativo. No obstante, el problema central del gobierno en cuestión continúa igual en todas partes: *cómo proteger mejor a los inversionistas externos contra la expropiación por parte de los internos que tienen el control, de modo que los primeros puedan recibir rendimientos justos sobre sus inversiones*. La forma de manejar este problema tendrá enormes implicaciones prácticas para el bienestar de los accionistas, la asignación de recursos de la corporación, el financiamiento y la valuación de ésta, el desarrollo de los mercados de capital y el crecimiento económico. El resto de este capítulo estará dedicado a explicar los siguientes temas con mayor detalle:²

- El problema de agencia
- Remedios para el problema de agencia
- Las leyes y el gobierno corporativo
- Consecuencias de las leyes
- Reforma del gobierno corporativo

El problema de agencia

Suponga que el director (o empresario) y los inversionistas firman un contrato que especifica cómo se deben emplear los fondos y también cómo se dividirá el rendimiento de la inversión entre el administrador y los inversionistas. Si las dos partes son capaces de redactar un **contrato**

¹ Fuente: R. La Porta, F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, “Law and finance”, *Journal of Political Economy* 106, 1998, pp. 1113-1155.

² Esta explicación se basa en aportaciones de Jensen y Meckling (1976), Jensen (1989), La Porta, Lopez-de-Silanes, Schleifer y Vishny (1997-2002) y Denis y McConnell (2002).

www.oecd.org/maintopic/corporategovernance

Este sitio presenta un panorama general del gobierno corporativo en países de la OCDE.

completo, el cual especifique exactamente lo que hará el gerente en cada una de las posibles circunstancias que se podrían presentar en el futuro, no habrá cabida alguna para un conflicto de intereses ni para la discreción del director. Por ende, con un contrato completo, no habrá **problema de agencia**. Sin embargo, es prácticamente imposible prever todas las circunstancias futuras y redactar un contrato completo. Esto significa que los inversionistas tendrán que asignar sus derechos (control) al gerente para que tome decisiones en esas circunstancias que no estén cubiertas específicamente por el contrato. Dado que los inversionistas externos podrían no estar calificados ni interesados en tomar decisiones de negocios, el director suele acabar con la adquisición de la mayor parte de estos **derechos residuales de control**. Los inversionistas proporcionan fondos a la compañía, pero no participan en la toma de decisiones diaria de la compañía. Por lo tanto, muchas compañías públicas acaban con “directores fuertes y accionistas débiles”.

Si el director se ha quedado con los derechos de control residuales, entonces podrá tener bastante discreción en la forma de disponer y asignar el capital de los inversionistas. En esta situación, los inversionistas ya no tienen la seguridad de que recibirán un rendimiento justo sobre sus inversiones. Dada la visión contractual de la empresa antes descrita, el problema de agencia se deriva de la dificultad que afrontan los inversionistas externos para asegurarse de que, de hecho, recibirán un rendimiento justo sobre su capital.³

Con los derechos de control, el director se puede dar el lujo de gozar de prebendas exorbitantes. Por ejemplo, se dice que Steve Jobs, el director general de Apple Computer, tiene a su disposición un avión de la compañía que vale 90 millones de dólares.⁴ En ocasiones, el director simplemente se roba los fondos de los inversionistas. Por otra parte, el director puede emplear un plan más sofisticado y constituir una compañía independiente de su propiedad y desviar hacia ella el efectivo y los activos de la compañía principal por medio de *precios de transferencia*. Por ejemplo, el director puede vender la producción de la compañía principal a la empresa de su propiedad a precios por debajo de los del mercado o puede comprar la producción de la compañía de su propiedad a precios superiores a los del mercado. Se sabe que algunas compañías petroleras rusas venden petróleo a compañías comerciales propiedad de los directores a precios por debajo de los del mercado y que no siempre se molestan en cobrar las cuentas.⁵

Los directores que velan por sus propios intereses también podrían desperdiciar fondos al emprender proyectos no rentables que sólo les benefician a ellos, pero no a los inversionistas. Por ejemplo, los directivos pueden asignar fondos indebidamente a la adquisición de otras compañías, con el pago de una cantidad excesiva por éstas, si es en beneficio de sus propios intereses. Sobra decir que este tipo de inversión destruirá el valor de los accionistas. Es más, los mismos directores podrían tomar medidas para que no ocurra la adquisición de su compañía a efecto de garantizar su seguridad de empleo y de perpetuar sus beneficios personales. Asimismo, los directivos se pueden oponer a todo intento por ser sustituidos, aun cuando su despido sea para bien de los intereses de los accionistas. Estos esfuerzos de **atrincheramiento de los administradores** son una señal clara del problema de agencia.

Como señalara Jensen (1989), el problema de agencia suele ser más grave en las compañías que tienen “flujos de efectivo disponible”. Los **flujos de efectivo disponible** representan los fondos que la empresa genera internamente y que exceden de la cantidad que necesita para emprender todos los proyectos rentables de inversión, es decir, los que tienen un valor presente neto positivo (VNP). Los flujos de efectivo disponible suelen ser elevados en industrias maduras que tienen pocas perspectivas de crecimiento futuro, como la siderúrgica, la de productos químicos, la del tabaco, la papelera y la textil. La *obligación fiduciaria* de los directores es regresar los flujos de efectivo disponible a los accionistas en forma de dividendos. No obstante, los directores de estas industrias maduras, que tienen mucho efectivo disponible se verán tentados a desperdiciar estos flujos para emprender proyectos nada rentables, de este modo destruyen el patrimonio de los accionistas pero muy posiblemente se benefician ellos mismos.

Hay unos cuantos incentivos importantes para que los directores retengan los flujos de efectivo. En primer término, las reservas monetarias proporcionan a los directores de la corporación cierto grado de independencia de los mercados de capital, aislándoles del escrutinio y la disciplina externos. Esto les facilita mucho la vida a los directores. En segundo término,

³ La visión contractual de la empresa fue planteada por Coarse (1937) y por Jensen y Meckling (1976).

⁴ Fuente: *Financial Times*, 27 de noviembre de 2002, p. 15.

⁵ Fuente: A. Shleifer y R. Vishny, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, 1997.

cuando se aumenta el tamaño de la compañía por vía de la retención de efectivo, ello suele dar por resultado un aumento en la remuneración de los administradores. Como es sabido, la remuneración de los ejecutivos depende en igual medida del tamaño de la compañía que de su rentabilidad, por no decir que más. En tercer término, los altos ejecutivos pueden incrementar su poder político y social, así como su prestigio, si incrementan el tamaño de su compañía. Los ejecutivos que presiden grandes compañías probablemente tendrán mayor prominencia y visibilidad social que los que administran compañías pequeñas. Además, el tamaño mismo de la compañía puede ser una forma de satisfacer el ego de los ejecutivos.

Ante los fuertes incentivos que los administradores tienen para retener el efectivo, existen pocos mecanismos efectivos que les obliguen a descargar los flujos de efectivo en manos de los accionistas. Jensen cita un revelador ejemplo de este problema generalizado (1989, p. 66):

La alta gerencia de Ford Motor Company ofrece un ejemplo vívido. La compañía tiene asentado cerca de 15 000 millones de dólares de efectivo y valores negociables, en una industria que tiene exceso de capacidad. La gerencia de Ford ha pensado en la posibilidad de adquirir compañías de servicios financieros y aeroespaciales o de tomar alguna otra medida para una diversificación de muchos millones de dólares, en lugar de pensar en la posibilidad de distribuir de hecho el efectivo excedente de Ford entre sus propietarios, para que ellos decidan cómo reinvertirlo.

También señala que en la década de 1980, muchas compañías públicas japonesas retuvieron cuantiosos flujos de efectivo disponible, los cuales excedían por mucho a la cantidad que se necesitaba para financiar proyectos internos rentables. Por ejemplo, Toyota Motor Company, con un excedente monetario de más de 10 000 millones de dólares, era conocida como el “Banco Toyota”. Al carecer de mecanismos efectivos de control interno y de vigilancia externa, estas compañías se entregaron a una parranda con exceso de inversiones en la década de 1980, con adquisiciones y diversificaciones nada rentables. El dispendioso gasto de las compañías es el responsable, cuando menos en parte, de la caída económica que Japón ha registrado desde principios de la década de 1990.

Los ejemplos anteriores demuestran que la médula del problema de agencia está en los conflictos de intereses de los administradores y los inversionistas externos en cuanto a la forma de emplear los flujos de efectivo disponible. No obstante, en las industrias de gran crecimiento, como la de biotecnología, la de servicios financieros y la farmacéutica, en las cuales las compañías no generan fondos suficientes para destinar a oportunidades rentables de inversión, es menos probable que los administradores desperdicien fondos en proyectos que no son rentables. A final de cuentas, los directores de estas industrias deben tener “buena fama” porque tendrán que acudir a los mercados de capital una y otra vez en busca de financiamiento. Cuando se sabe que los directores de una compañía desperdician fondos para su beneficio personal, el financiamiento externo para la compañía se puede agotar muy rápidamente. Así, los directores de las industrias antes mencionadas tienen un incentivo para servir a los intereses de los inversionistas externos y para crearse un buen nombre, de manera que les permitirá reunir los fondos que necesitan para emprender sus “buenos” proyectos de inversión.

Remedios para el problema de agencia

Es evidente que una cuestión de vital importancia para los accionistas radica en controlar el problema de agencia porque, de lo contrario, podrían no recuperar su efectivo. Asimismo, es importante que la sociedad entera resuelva este problema, dado que conlleva un desperdicio de recursos escasos, entorpece las funciones de los mercados de capital y frena el crecimiento económico. Hay varios mecanismos de gobierno que sirven para aliviar o remediar el problema de agencia.

1. El consejo de administración.
2. Los contratos con incentivos
3. La propiedad concentrada
4. La transparencia de la contabilidad
5. El endeudamiento
6. La cotización en bolsas extranjeras
7. El mercado del control corporativo

En las secciones siguientes explicaremos la función de cada uno de estos mecanismos en el gobierno de la compañía.

Consejo de administración

En Estados Unidos, los accionistas tienen por ley el derecho de elegir el consejo de administración que será el encargado de representar sus intereses. Si el consejo de administración conserva su independencia de la dirección, entonces funcionará como un mecanismo efectivo para frenar el problema de agencia. Por ejemplo, algunos estudios arrojan que el nombramiento de consejeros externos se relaciona a una tasa más elevada de rotación de directores generales cuando las empresas han registrado mal desempeño, con ello se frena el atrincheramiento de los directores. Asimismo, en un estudio de gobierno corporativo del Reino Unido, Dahya, McConnell y Travlos (2002) reportan que cuando se incrementa la representación de personas del exterior en el consejo de administración, es más probable que éste designe a un director general también externo. No obstante, debido a la estructura tan difusa de la propiedad de la compañía pública, es frecuente y probable que los gerentes elijan a sus amigos para que sean miembros del consejo. Como explica el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado: “Cuando los consejos de administración se quedan en familia”, cuando el consejo lo dominan personas del interior suele ser un mal mecanismo de gobierno.

La estructura y el encargo legal de los consejos directivos de las corporaciones varían mucho de un país a otro. Por ejemplo, en Alemania el consejo de administración no tiene el encargo legal de representar los intereses de los accionistas. Por el contrario, su encargo es cuidar de los beneficios de los grupos de interés (es decir, los trabajadores, los acreedores, etc.) en general y no sólo los de los accionistas. En Alemania, los consejos tienen dos niveles, uno correspondiente a un consejo supervisor y otro a directivo. Como el sistema alemán de *codeterminación*, la ley manda que los trabajadores tengan representación en el consejo supervisor. Por otra parte, los consejos de algunas compañías estadounidenses tienen representantes de los sindicatos laborales, aun cuando ello no lo ordene por ley. En el Reino Unido, la mayor parte de las compañías públicas se rigen voluntariamente por el *Código de las mejores prácticas* relacionadas con el gobierno corporativo que recomienda el *Comité Cadbury*. Este código recomienda que haya un mínimo de tres directores externos y que el presidente del consejo y el director general sean personas distintas. Además de los consejeros externos, la separación del puesto de presidente del consejo y el de director general puede reforzar incluso más la independencia del consejo de administración. En Japón, la mayor parte de los consejos de administración se conforman por personas del interior de la empresa, las cuales se interesan primordialmente por el bienestar del *keiretsu* al que pertenece la compañía.

Contratos con incentivos

Como explicamos antes, los directores se quedan con los derechos de control residuales y, por tanto, tienen una enorme discreción en cuanto a la forma de administrar la compañía. Sin embargo, son dueños de una cantidad relativamente pequeña de las acciones de capital de la compañía que administran. De este modo, los administradores no poseen muchas acciones de capital, por lo que tampoco tendrán derechos sobre los flujos de efectivo. Así, aun cuando los directores administren la compañía a su discreción, tal vez no se beneficien sustantivamente de las utilidades que generan sus esfuerzos y experiencia. Jensen y Murphy (1990) demuestran que la remuneración de los ejecutivos estadounidenses sólo varía alrededor de tres dólares por cada mil dólares de cambio en el patrimonio de los accionistas; es decir, la remuneración de los ejecutivos es prácticamente insensible a los cambios en el patrimonio de los accionistas. Esta situación implica que los administradores podrían no tener gran interés por maximizar el patrimonio de los accionistas. Esta “separación” entre los derechos de control de los administradores y los derechos sobre el flujo de efectivo podría exacerbar el problema agencia. *Cuando los directores profesionales poseen pocas acciones de capital de una compañía con una propiedad muy repartida, sus posiciones les confieren tanto el poder como los motivos para hacer negocios consigo mismos.*

Conscientes de esta situación, muchas compañías ofrecen a sus gerentes **contratos con incentivos**, como las acciones y las opciones de acciones, a efecto de reducir el tamaño de esta separación y de alinear mejor los intereses de los administradores con los de los inversionistas. Con la concesión de acciones o de opciones de acciones, los administradores tendrán un incentivo para administrar la compañía de tal manera que mejore el patrimonio de los accionistas y el suyo propio. Con este telón de fondo, los contratos con incentivos para los altos ejecutivos ahora son comunes y corrientes en las compañías públicas de Estados Unidos. Sin embargo, como veremos más adelante, los altos ejecutivos pueden abusar de los contratos con incentivos,



Cuando los consejos de administración se quedan en familia

Αχτυαλμεντε, σε ηα ηαβλαδο μυχηο δε λα νεχεσιδαδ δε ινχρεμεν-
παρλα ινδεπενδενχια δε λος διρεχτορες δε λος χονσαρος δε αδμινισ-
τραχι (ν δε λας χομπα) ας. Εστα νεχεσιδαδ εσ επιδεντε δεσδε ηαχε
μυχηο τιεμπο. Δε ηεχηο, εσ μυψ φχλ δετεχταρ α αθελλος χονσε-
φος δονδε λος αλτος αρεχτυπιος ελιγεν περσοναλμεντε α αμιγος ο
ασοχιαδος χομερχιαλες θυε νο σον δελ τοδο ινδεπενδιεντες.

Εστα χαραχτερίστρια ενθια υνα σε)αλ χονφιαβλε δε θυε υν αλο
αρεχτυπιω αχτ λα χομο βαρ (ν ψ δυε)ο δε λα χομπα) α ο χομο α-
γυιεν ελεγιδο πορ λος γρυπος δε ιντερψ ψ, πορ ταντο, δεπενδιεντε
δε ελλος. Δε ηεχηο, σε πυεδε αργυμενταρ θυε χονσεγυιρ θυε λος
χονσαρος σεαν μ(σ ινδεπενδιεντες εσ ελ πυντο μ(σ ιμπορταντε
θυε ποδεμοσ λογηαρ δεντρο δελ αχταλ χλμια δε ρεφορμα παρα
ρεχτυπερα λα χονφιανζα δελ π βλιχο.

Α εστας αλταρσ, ηα θυεδαδο βιεν δοχυμενταδο θυε λος χονσε-
φος δομιναδος πορ διρεχτορες αρεχτυπιωσ προπενδεν α तेнер προ-
βλεμασ. Ω. Ρ. Γραχε εσ υν βυεν εφεμπλο. Πετερ Γραχε, ελ διρεχτορ
αρεχτυπιω δε λα χομπα) α, τεν'α δεμασιαδο ποδερ. Χοντρολαβα ελ
χονσαρο χομο σι λα εμπρεσα φυερα συ φευδο περσοναλ.

Α πεσαρ δε θυε λα εμπρεσα σε ταμβιαλεβα α φινάλεσ δε λα
δ'χαδα δε 1990, ελ χονσαρο περμιτ'ι θυε Γραχε νεγοχιαρα υν
παθυε δε φυβιλαχι (ν θυε ινχλ'α γενεροσασ πρεβενδασ, εντρε
οτρασ ελ υσο δε υν απι (ν δε λα χομπα) α ψ υν δεπαρταμεντο
προπειδαδ δε λα εμπρεσα. Λος χονσαρεροσ ταμβι'ι ν πενδιερον υνα
συβσιδαρια αλ ηιρο δε Γραχε ψ λε χονχεδιερον οτρασ πρεσταχιονες
θυε νο ρεπελαρον α λος αχχιονιστας. Λα ομσι (ν δε εστα ρεπελαχι (ν
ινφιν'ι) α λα λεψ ψ διο πορ ρεσουλταδο θυε λα Σεχυριτες ανδ Εξχ'ηανγε
Χομμισσιον (ΣΕΧ) οβλιγαρ(α συ ρεπελαχι (ν.

Οτρο εφεμπλο εσ ελ χασο δε Αππλε, δονδε αλγυνα πεζ με π-
διερον, βρεπεμεντε, θυε χονσιδεραρα λα ποσιβιλιδαδ δε φορμαρ
παρτε δελ χονσαρο δε λα χομπα) α. Ελ χονσαρο αχτυαλμεντε σ'λο
τιενε χυατρο μιεμβροσ, αδεμ(σ δε Στεπε θοβσ, ελ διρεχτορ γενε-
ραλ αρεχτυπιω. Ελ σε)ορ θοβσ βυσαχ α υν συσπιτω παρα θυε οχυρε
ελ λγαρ δε συ αμιγο λαρρη Ελλισον δε Οραχλε, θυιεν ρενυνη(αλ
χονσαρο δε Αππλε εν σεπτιεμβρε δε 2002.

Λο θυε οχυρε εσ παρα βιεν πορθυε, δε χυαλθυερ μανερα, Ελλι-
σον ασισ'α α μενοσ δε λα μιταδ δε λας φυντασ δελ χονσαρο δε Αππλε.
Βιλλ Χαμπβελλ, οτρο διρεχτορ, εσ ινδεπενδιεντε σ'λο δε νομβρε
πορθυε εν ρεαλιδαδ πυεδε θυε νο λο σεα. Χαμπβελλ, θυε πρεσιδε ελ
χομιτ'ι δε αυδιορ'α δε λα χομπα) α, εστ(χαλιφιαδο χομο διρεχτορ
ινδεπενδιεντε πορθυε εν λα αχτυαλιδαδ νο σε ενχυεντρα ρελαχιο-
ναδο χον Αππλε, περο αντεριορμεντε τραβαρ' εν λα χομπα) α ψ
ταμβι'ι ν πενδι(Χλαρις, συ προπια χομπα) α δε σοφτωαρε, α Αππλε.

Θερομε Ψορκσ οτρο μιεμβρο δελ χομιτ'ι αυδιορ δε Αππλε, εσ ελ
αρεχτυπιω μ(ξι μ ο δε Μιχροσ'ταρεηουσε, χυνο χατ'λογο Μαχ Ωαρε-
ηουσε γενερ(χερχα δε 150 μιλλονεσ δε δ'λαρεσ δε λος 5 400
μιλλονεσ δε πεντασ δε Αππλε εν 2001. Ψορκσ θυε φυε διρεχτορ γε-
νεραλ δε φινανζασ δε Ιντερνατιοναλ Βυσινεσσ Μαχηινεσ ψ δε Χιρψ-
λερ, εσ υνα περσονα μυψ χαλιφιαδα, περο ελ μερχαδο Νασδαθ τυσο

θυε φραπαρ συ πρεσενχια εν ελ ιμπορταντε χομιτ'ι αυδιορ χομο
υνα χιρχυνσταρχια εξχεπχιοναλ.

Εν μι οπινη (ν, εστας δεχισιονεσ πυεδεν χρεαρ υνα μαλα οπ-
νη (ν. Πορ εφεμπλο, εν ενερο δε 2000, ελ χονσαρο δε Αππλε οτορ(ι
α Στεπε θοβσ 20 μιλλονεσ δε αχχιονεσ χον υν παλορ δε 550 μί-
λλονεσ δε δ'λαρεσ, σι ελ πρεχιο δε λασ αχχιονεσ σε ινχρεμενταβα
5% εν 10 α)οσ. Ασιμισμο, αυτοριζ(θυε λα χομπα) α παγαρα 90
μιλλονεσ δε δ'λαρεσ πορ λα χομπρα δε υν απι (ν Γυλφστρεαμ παρα συ
υσο περσοναλ. Ελ πρεχιο δε λασ αχχιονεσ χαιψ(ψ χολοχ(λασ οπχιονεσ
δε θοβσ πορ δεβαφο δε λα λ'νεα δε φλοταχι (ν. Πορ λο θυε ελ χονσαρο
λεοτορ(ι 7.5 μιλλονεσ μ(σ δε αχχιονεσ. Χυανδο σε λασ οτοργαρον,
ελ ρενδιμιεντο δε λασ αχχιονεσ δε Αππλε ερα 28% μ(σ βαφο θυε ελ
δε οτρασ αχχιονεσ δε εστα συβχατεγορ'α δελ σεχτορ.

Εξιστεν μυχηασ πρυεβασ δε θυε ελ εσχυριτιο π βλιχο ψ λος ρε-
φλεχτορες χοντριβυιεν αμεροραρ ελ γοβιερνο χορπορατιω. Εν 1993,
ελ Σιστεμα δε Θυβιλαχι (ν δε Εμπλεαδοσ Π βλιχοσ δε Χαλιφορνια (Χα-
λιφορνια Πυβλιχ Εμπλομεεσ Ρετιρεμεντασ Συστεμ, Χαλπερσ) εμπεζ(ι
α πρεσιοναρ α λασ χομπα) ας θυε τεν'αν μαλ ρενδιμιεντο παρα
θυε χαμβιαραν λα χομποσιχι (ν δε συσ χονσαροσ δε αδμινιστρα-
χι (ν. Χαλπερσ πρεπαρ(υνα νυεπια λιστα δε νορμασ παρα ελ γοβιερνο
χορπορατιω, εντρε οτρασ, νομβραρ υνα χαντιδαδ δε διρεχτορες ιν-
δεπενδιεντες θυε σεαν μαγορ'α εν ελ χονσαρο, περμιτιρ θυε εσοσ
χονσαρεροσ σε ρε(ναν χον ελ διρεχτορ αρεχτυπιω, πορ σεπαραδο, τρεσ
πεχεσ αλ α)ο, εξιγυρ θυε λος χονσαροσ δε αδμινιστραχι (ν ρεαλιχεν
υνα επαλλοχι (ν αναλ δε συ προπιο δε σεμπε)ο, ετχ) τερα.

Υν εστοδιο ρεαλιζαδο πορ Ωιλσιηρε Ασοσχιατεσ αναλιζ(62 χομ-
πα) ας θυε Χαλπερσ ηαβ'ια σε)αλαδο πορ συ μαλ δε σεμπε)ο. Ελ
ρενδιμιεντο δε λασ αχχιονεσ δε εστας χομπα) ας ηαβ'ια εσταδο,
εν προμεδιο, 89% πορ δεβαφο δελ(νδιχε δε λασ 500 δε Στανδαρ
& Ποορ(σ λος χινηο α)οσ αντεριορεσ δε θυε φυεραν σε)αλαδασ. Δεσ-
πυ(σ δε θυε λος ρεφλεχτορες λασ αλυμβραρον, συ δε σεμπε)ο ουπε-
ρ(ελ(νδιχε πορ 23%, εν προμεδιο, αλο λαργο δε χινηο α)οσ.

Πορ συτυεστο θυε εστο νο θυιερε δεχιρ θυε τοδασ λασ χομπα-
) ας φραχασαρχ'ι σι νο τιενεν υν χονσαρο δε αδμινιστραχι (ν μοδε-
λο. Εν Βερκσιηιρε Ηατηαωαμ, δε Ωαρρεν Βυφφετ, λος σιετε διρεχτορες
ιηχλυιεν α λα εσποσα δε Βυφφετ, α συ ηιρο, α Ηηαρλε Μυγγερ, συ
σοχιο εν εστε νεγοχιο, α υν σοχιο δελ δεσπαχηο δε αβογαδοσ δε
συ χομπα) α ψ α υν χριωπερσιονιστα δε Βερκσιηιρε Ηατηαωαμ εν
οτρασ χομπα) ας.

Βυφφετ δεφιενδε δε φορμα μυψ περσοασπια θυε λος μερορεσ
διρεχτορες βιεν ποδρ'αν σερ αθελλος θυε τιενεν υν γραν ιντερ(σ
εχον(μχο περσοναλ εν λα χομπα) α. Περο λα χορρελαχι (ν εντρε
λος χονσαροσ δε αδμινιστραχι (ν σεδυχιδοσ ψ λασ εμπρεσασ χον
μαλ δε σεμπε)ο ο χον φαλλασ(ι τιασ συγερε θυε εσ μυχηο μενοσ
προβαβλε θυε λος συπερπισορεσ ινδεπενδιεντες χαιγαρ αντε λα
τενταχι (ν ο χεδαν α λα χορρυχι (ν.

Φυεντε: Αρτηρ Λεπιτ, *Φινανχιαλ Τιμεσ*, 27 δε νοπιεμβρε δε 2002, π. 15. Ρεπρο-
δυχιδο χον αυτοριζαχι (ν.

al manipular las cifras contables, en ocasiones coludidos con los auditores (por ejemplo, la participación de Arthur Andersen en la debacle de Enron) o con la modificación de las políticas de inversión, de modo que les permita obtener enormes beneficios personales. Por lo tanto, es importante que el consejo directivo establezca una comisión de sueldos y salarios independiente, capaz de diseñar con sumo cuidado los contratos con incentivos de los ejecutivos y de vigilar con diligencia sus acciones.

Propiedad concentrada

Un camino efectivo para aliviar el problema de agencia consiste en concentrarse en quiénes son los accionistas. Si sólo unos cuantos inversionistas principales poseen bloques sustantivos de acciones de la compañía, éstos tendrán un fuerte incentivo por vigilar la administración. Por ejemplo, si un inversionista posee 51 % de la compañía, entonces definitivamente podrá controlar la administración (no tendrá dificultad para contratar o despedir a los directores) y se encargará de que, durante la gestión de los asuntos de la compañía, se respeten los derechos de los accionistas. Cuando existe una **propiedad concentrada** y grandes intereses, se disipa el problema del free rider que afecta a los accionistas pequeños y atomizados.

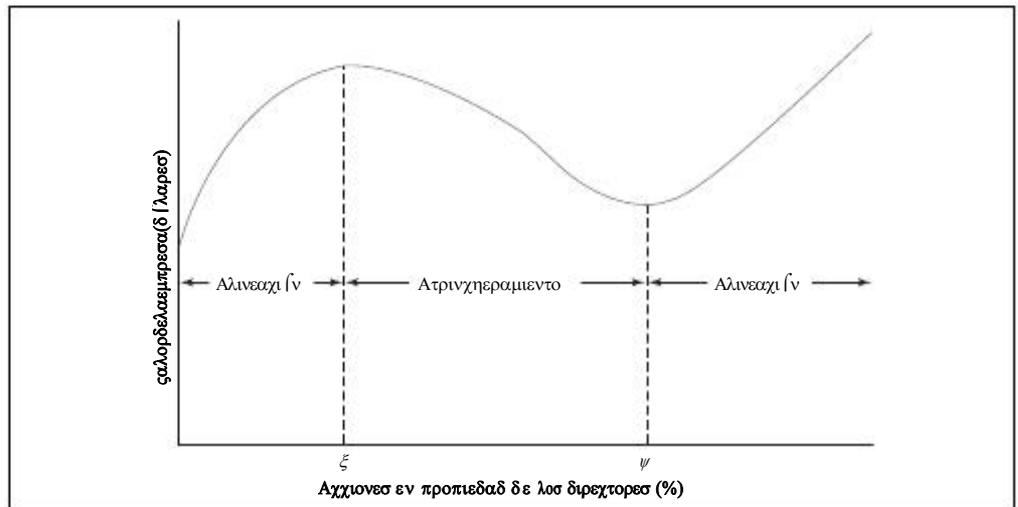
En Estados Unidos y el Reino Unido, el caso de la posesión concentrada de una compañía pública es relativamente raro. Sin embargo, en otras partes del mundo, la propiedad concentrada es la norma. Por ejemplo, en Alemania, es frecuente que los bancos mercantiles, las compañías de seguros, otras compañías y algunas familias posean bloques sustantivos de acciones de la compañía. Asimismo, la enorme posesión de acciones cruzadas entre las compañías que pertenecen a un *keiretsu* y los bancos principales es una situación común y corriente en Japón. En Francia también es frecuente encontrar inversionistas “medulares” que poseen acciones cruzadas. En Asia y América Latina muchas compañías son controladas por sus fundadores o por miembros de su familia. En China, el gobierno suele ser el accionista que tiene el control de las compañías públicas. Algunos estudios realizados indican que la posesión concentrada tiene un efecto positivo en el desempeño y el valor de una compañía. Por ejemplo, Kang y Shivdasani (1995) reportan estos efectos positivos en el caso de Japón, así como Gorton y Schmid (2000) en Alemania. Esto sugiere que los accionistas mayores de hecho desempeñan un papel importante en el gobierno de la compañía.

En este caso, merece especial atención el efecto de los directores que poseen acciones. Algunos estudios sugieren que podría existir una relación no lineal entre el hecho de que los directores posean acciones y el valor y el desempeño de la empresa. Concretamente, a medida que se incrementa la cantidad de acciones que poseen los directores, el valor de la empresa podría incrementar al principio, porque sus intereses y el de los inversionistas externos se alinean mejor (con esto se reducen los costos de agencia). Sin embargo, si la fracción que poseen los directores pasa de cierto punto, el valor de la empresa de hecho puede empezar a bajar a medida que los directores se atrincheran más. Por ejemplo, cuando los directores poseen una mayor cantidad de acciones pueden tener capacidad para resistirse efectivamente a las ofertas de compra, en el caso de una adquisición hostil, y de este modo sacar beneficios personales más cuantiosos a expensas de los inversionistas externos. Sin embargo, si la fracción de acciones en posesión de los directores sigue en constante aumento, entonces el efecto de la alineación podría volver a dominar. Cuando los directores son los accionistas principales no se robarán a sí mismos. En resumen, los directores pueden poseer una cantidad de acciones que se ubique dentro de una “banda intermedia” y, en ese caso, dominaría el efecto de atrincheramiento.

En la ilustración 4.1 se muestra esta situación y plantea una posible relación entre la fracción de acciones que poseen los directores y el valor de la empresa. Según Morck, Shleifer y

ILUSTRACIÓN 4.1

El efecto de alineación y el de atrincheramiento en relación con las acciones que poseen los directores



Vishny (1988), que estudiaron esta relación en las 500 compañías estadounidenses de *Fortune*, con 5%, más o menos, se llega al primer punto de inflexión (x) y con 25% aproximadamente se llega al segundo (y). Esto significa que el “efecto de atrincheramiento” domina cuando los gerentes poseen acciones dentro de una banda de entre 5 y 25%, más o menos, mientras que el “efecto de alineación” domina cuando poseen menos de 5% y más de 25% de las acciones.⁶ Es probable que la relación entre la cantidad de acciones que poseen los directores y el valor de la empresa varíe de un país a otro. Por ejemplo, Short y Keasey (1999) indican que, en el Reino Unido, se llega al punto de inflexión (x) con 12%, punto de posesión mucho más elevado que el de los directores de Estados Unidos. Ellos atribuyen esta diferencia a que las instituciones inversionistas del Reino Unido ejercen una vigilancia más efectiva y a que los directores de ese país tienen menor capacidad para resistirse a una adquisición hostil.

Transparencia de la contabilidad

Si consideramos que los escándalos de las grandes compañías (como Enron y Parmalat) se ligan a enormes fraudes contables, reforzar las normas contables puede ser un camino efectivo para aliviar el problema de agencia. Los directores o los consejeros internos de las compañías que tienen intereses personales pueden tener un incentivo para “maquillar los libros” (por ejemplo, inflar los ingresos y ocultar las deudas) con el propósito de derivar beneficios personales de la compañía. Los directores necesitan colocar un velo de opacas cifras contables para poder perseguir sus propios intereses a expensas de los accionistas. Por lo tanto, cuando se exige que las compañías revelen información más exacta con oportunidad, los directores tal vez no sientan tanta tentación de hacer cosas que vayan en detrimento de los intereses de los accionistas. Básicamente, una contabilidad más transparente reducirá la asimetría de la información entre las personas que están dentro de la compañía y el público, asimismo se desalentarán los negocios de los directores para beneficio propio.

No obstante, para lograr una mayor transparencia es importante (1) que los países reformen las reglas para su contabilidad y (2) que las compañías tengan un comité de auditoría, activo y muy calificado. Como veremos más adelante, en este mismo capítulo, la ley Sarbanes-Oxley de 2002 busca entre otras cosas propiciar que la contabilidad sea más transparente en Estados Unidos.

Endeudamiento

Los directores tienen discreción en cuanto al monto del dividendo que pagarán a los accionistas, pero el monto de la deuda no les permite ejercer esta discreción. Si los directores no cubren el pago del principal y los intereses a los acreedores, la compañía quebrará y ellos podrían perder su empleo. El endeudamiento y la consecuente obligación de pagar los intereses de forma puntual pueden tener un efecto que discipline a los administradores y que les motive a frenar sus prebendas particulares y las inversiones que son un desperdicio, así como a evitar las organizaciones innecesariamente infladas. En realidad, el endeudamiento puede ser un sustituto de los dividendos, porque obliga a los gerentes a deshacerse del flujo de efectivo disponible y entregárselo a inversionistas externos, en lugar de desperdiciarlo. En el caso de las empresas que tienen flujos de efectivo disponibles, el endeudamiento puede ser un mecanismo creíble, más fuerte que el de las acciones, para obligar a los directores a liberar flujos de efectivo a los inversionistas.⁷

No obstante, una deuda excesiva puede generar sus propios problemas. Cuando las condiciones económicas son turbulentas las acciones pueden proteger a la compañía contra la adversidad. Los directores pueden igualar o eliminar el pago de dividendos hasta que no mejore la situación. Sin embargo, cuando existe una deuda, los gerentes no tienen esta flexibilidad y la supervivencia de la compañía se puede ver amenazada. Una deuda excesiva también puede llevar a que los directores que son adversos al riesgo pasen por alto algunos proyectos de inversión que son rentables pero arriesgados, lo que provocaría un problema de escasa inversión. Por lo

⁶ Cabe señalar que los autores de hecho usaron la “ q de Tobin” para medir el valor de las empresas. La q de Tobin se define como la proporción entre el valor de mercado de los activos de una compañía y los costos de reemplazo de esos activos.

⁷ Se puede decir que las compras apalancadas (leveraged buy-out, LBO) también son un remedio para el problema de agencia. Estas compras involucran a los directores o a los socios que hacen la compra, quienes adquieren intereses de control de las compañías públicas y que, por lo general, se financian por medio de un importante endeudamiento. La posesión concentrada y el elevado nivel de endeudamiento ligados a una LBO pueden ser efectivos para resolver el problema de agencia.

mismo, el endeudamiento podría no ser un mecanismo de gobierno deseable para las compañías jóvenes que tienen pocas reservas de efectivo o activos tangibles. Además, las compañías pueden utilizar el endeudamiento indebidamente para financiar la creación de imperios corporativos. Daewoo, un *chaebol* coreano, se endeudó excesivamente para financiar su expansión global hasta que quebró; su proporción de deuda de capital llegó a 600% antes de la quiebra.

Cotización en bolsas extranjeras

Las compañías que tienen su domicilio en países donde existe poca protección para los inversionistas, como Italia, Corea y Rusia, se pueden comprometer a brindar una mayor protección creíble a los inversionistas si cotizan sus acciones en países que protegen más a los inversionistas, como Estados Unidos y el Reino Unido. En otras palabras, las empresas extranjeras que tienen mecanismos débiles de gobierno pueden optar por subcontratar el mejor régimen de gobierno de la compañía que hay en Estados Unidos por medio de cotizaciones cruzadas. Suponga que Benetton, el fabricante italiano de ropa, anuncia su decisión de cotizar sus acciones en la Bolsa de Valores de Nueva York (New York Stock Exchange, NYSE).⁸ Ya que el grado de protección a los accionistas que ofrece la SEC de Estados Unidos y la NYSE es mucho mayor que el que ofrece Italia, su anuncio se interpretará como un indicio de que la compañía se compromete a respetar los derechos de los accionistas. En tal caso, los inversionistas de Italia y del extranjero estarán más dispuestos a proporcionar capital a la compañía y a dar un valor más alto a las acciones de la compañía. En términos generales, los efectos benéficos de cotizar en Estados Unidos serán mayores para empresas de países que tienen mecanismos de gobierno más débiles.

Algunos estudios confirman los efectos de cotizar en el extranjero. Concretamente, Doidge, Karolyi y Stulz (2002) reportan que las acciones de las empresas extranjeras que cotizan en Estados Unidos tienen un valor más alto que las de aquellas de los mismos países que no lo hacen. Argumentan que las empresas que cotizan en Estados Unidos pueden aprovechar mejor las oportunidades de crecimiento y que los accionistas que tienen el control no pueden extraer tantos beneficios personales. Sin embargo, cabe señalar que es poco probable que las empresas extranjeras de industrias maduras, con pocas oportunidades de crecimiento, busquen cotizar en Estados Unidos, a pesar de que afronten problemas de agencia más serios que las empresas que sí tienen oportunidades de crecimiento y que, con más probabilidad, buscarán cotizar en Estados Unidos. Es decir, es menos probable que las empresas que tienen problemas más serios busquen los remedios.

Mercado del control corporativo

Suponga que una compañía ha registrado mal desempeño sostenidamente y que todos sus mecanismos internos de gobierno no han tenido la capacidad de corregir el problema. Esta situación podría llevar a alguien fuera de la compañía (otra compañía o inversionista) a preparar una oferta para una adquisición hostil. En un intento de una adquisición de este tipo, el postor normalmente presenta una oferta amigable a los accionistas que tiene como objetivo, por una cantidad que excede sustantivamente el precio existente de las acciones. De esta forma, los accionistas en cuestión tienen la posibilidad de vender sus acciones con un premio sustantivo. Si la oferta tiene éxito, el postor adquirirá los derechos de control de la compañía meta y la reestructurará. Después de una adquisición exitosa, el postor muchas veces cambia el equipo de directivos, se deshace de algunos activos o divisiones y recorta los empleos, en un intento por mejorar la eficiencia. Si estas actividades tienen éxito, el valor combinado de mercado de la compañía compradora y de la compañía meta será más alto que la suma de los valores de cada una de las compañías, lo cual refleja las sinergias creadas. El mercado del control corporativo, en caso de que exista, puede tener un efecto disciplinario en los directores y mejorar la eficiencia de la compañía.

En Estados Unidos y el Reino Unido, las adquisiciones hostiles sirven como mecanismo de gobierno drástico y de última instancia. Con la amenaza potencial de una adquisición hostil, los directores no pueden dar por sentado su control de la compañía. Sin embargo, en muchos países las adquisiciones hostiles son bastante raras. En parte, ello se debe a la posesión concentrada de las compañías y, en parte, a los valores culturales y los entornos políticos que no aprueban las adquisiciones hostiles de compañías. Sin embargo, incluso en esos países, la cantidad de adquisiciones hostiles de compañías ha aumentado gradualmente. En parte, ello tal vez se debe a que se extiende la cultura de las acciones de capital, así como a la apertura y la desregulación

⁸ De hecho, Benetton cotiza en la Bolsa de Valores de Nueva York.

de los mercados de capital. Por ejemplo, en Alemania, las adquisiciones hostiles se realizan por medio de una transferencia de bloques de acciones. En Japón, como en Alemania, la posesión cruzada de acciones entre empresas se libera, con ello se crean condiciones en el mercado de capital que son más conducentes a las actividades de las adquisiciones hostiles. En la medida que las compañías que tienen pocas oportunidades de inversión y flujo de efectivo excedente emprendan adquisiciones hostiles, será un síntoma del problema de agencia, en lugar de su remedio.

Las leyes y el gobierno corporativo

Cuando los inversionistas externos confían sus fondos a una compañía, obtienen ciertos derechos protegidos por ley. Entre ellos, el derecho de elegir al consejo de administración, de recibir dividendos a prorrata, de participar en las juntas de accionistas y de demandar a la compañía por expropiación. Estos derechos otorgan facultades a los inversionistas para exigir a la dirección un rendimiento justo sobre sus fondos. No obstante, el contenido de las leyes que protegen los derechos de los inversionistas y la calidad de la aplicación de la ley varían mucho de un país a otro. Según estudios de La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer y Vishny (LLSV), muchas de las diferencias observadas en los sistemas internacionales de gobierno corporativo se deben a diferencias en el grado de protección que las leyes brindan a los inversionistas externos contra la expropiación por parte de los directores y de otros elementos internos de la compañía. LLSV argumentan que la protección legal de los derechos de los inversionistas varía sistemáticamente, lo cual depende del origen histórico del sistema jurídico del país.

Los estudiosos del derecho demuestran que los sistemas de leyes mercantiles (por ejemplo, leyes que rigen a las sociedades, los valores, las quiebras y los contratos) de la mayor parte de los países se limitan a una cantidad relativamente pequeña de **orígenes del derecho**:

- Derecho tácito inglés
- Derecho estatutario francés
- Derecho estatutario alemán
- Derecho estatutario escandinavo

El derecho estatutario francés y alemán se deriva del derecho romano, mientras que en el tradicional de los países escandinavos su derivación del derecho romano es menor. La tradición del derecho estatutario más influyente y más ampliamente difundida se basa en extensos *códigos que contienen las normas legales*. En cambio, el derecho tácito inglés se compone por *resoluciones* emitidas a discreción de jueces independientes en caso de disputas específicas y con base en *precedentes judiciales*.

Estos distintos sistemas jurídicos, sobre todo el **derecho tácito inglés** y el **derecho estatutario francés** se extendieron por el mundo por medio de conquistas, colonización, adopción voluntaria y sutil imitación. El Reino Unido y sus ex colonias, entre ellas Australia, Canadá, India, Malasia, Singapur, Sudáfrica, Nueva Zelanda y Estados Unidos tienen el sistema inglés de derecho consuetudinario. Francia y las partes de Europa conquistadas por Napoleón, como Bélgica, Países Bajos, Italia, Portugal y España, siguieron la tradición del derecho estatutario francés. Es más, muchas ex colonias de Francia, los Países Bajos, Portugal y España, como Argel, Argentina, Brasil, Chile, Indonesia, México y Filipinas también se ciñeron al derecho estatutario francés. La familia del derecho estatutario alemán incluye a Alemania y los países germanos de Europa, como Austria y Suiza y unos cuantos países de Asia Oriental, como Japón, Corea y Taiwán. La familia del derecho estatutario escandinavo incluye a cuatro países nórdicos: Dinamarca, Finlandia, Noruega y Suecia. Por lo tanto, en casi todos los países, el sistema jurídico nacional no se desarrolló de manera autóctona, sino que más bien se trasplantó de alguno de los mencionados orígenes. Si bien los sistemas jurídicos nacionales han evolucionado y adaptado a las condiciones locales, se puede continuar con la clasificación dentro de unas cuantas familias claras. En la ilustración 4.2 se muestra esta clasificación y se proporcionan los índices de derechos de los accionistas, así como el grado en que se aplica el estado de derecho en cada uno de los países, según el cómputo de LLSV (1998).

ILUSTRACIÓN 4.2

Clasificación de los países de acuerdo con el origen de sus leyes

| Οριγεν δελ δερεχηο | Παίς | Ϛνδιχε δε δερεχηοσ δε λοσ αχχιονισασ | Απλσχαχι Γν δελ εσταδο δε δερεχηο | |
|-----------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|-----------------------------------|-------------|
| 1. Δερεχηο τ(χιτο ινγλ)σ | Αυστραλια | 4 | 10.00 | |
| | Χαναδ(| 5 | 10.00 | |
| | Ηονγ Κογγ | 5 | 8.22 | |
| | Ινδια | 5 | 4.17 | |
| | Ιρλανδα | 4 | 7.80 | |
| | Ισραελ | 3 | 4.82 | |
| | Κενια | 3 | 5.42 | |
| | Μαλασια | 4 | 6.78 | |
| | Νυεπα Ζελανδα | 4 | 10.00 | |
| | Νιγερια | 3 | 2.73 | |
| | Παθουιστ(ν | 5 | 3.03 | |
| | Σινγαπυρ | 4 | 8.57 | |
| | Συδ(φριχα | 5 | 4.42 | |
| | Σρι Λανκα | 3 | 1.90 | |
| | Ταλανδία | 2 | 6.25 | |
| | Ρεινο Υνιδο | 5 | 8.57 | |
| | Εσταδος Υνιδοσ | 5 | 10.00 | |
| | Ζιμβαβωε | 3 | 3.68 | |
| | | Προμεδιο δε οριγεν ινγλ)σ | 4.00 | 6.46 |
| | 2. Δερεχηο εστατυαριο φρανγ)σ | Αργεντινα | 4 | 5.35 |
| Β(λγχα | | 0 | 10.00 | |
| Βρασιλ | | 3 | 6.32 | |
| Χηίε | | 5 | 7.02 | |
| Χολομβια | | 3 | 2.08 | |
| Εχουαδορ | | 2 | 6.67 | |
| Εγιπτο | | 2 | 4.17 | |
| Φρανχια | | 3 | 8.98 | |
| Γρεχια | | 2 | 6.18 | |
| Ινδονεσια | | 2 | 3.98 | |
| Ιταλια | | 1 | 8.33 | |
| Θορδανια | | 1 | 4.35 | |
| Μ(ξιχο | | 1 | 5.35 | |
| Πα(σεσ Βαφοσ | | 2 | 10.00 | |
| Περ | | 3 | 2.50 | |
| Φίλιππασ | | 3 | 2.73 | |
| Πορτυγαλ | | 3 | 8.68 | |
| Εσπα)α | | 4 | 7.80 | |
| Τυρθία | | 2 | 5.18 | |
| Υρυναν | | 2 | 5.00 | |
| ζενεζυελα | 1 | 6.37 | | |
| | Προμεδιο δε οριγεν φρανγ)σ | 2.33 | 6.05 | |
| 3. Δερεχηο εστατυαριο αλεμ(ν | Αυστρια | 2 | 10.00 | |
| | Αλεμανια | 1 | 9.23 | |
| | Θαπ(ν | 4 | 8.98 | |
| | Χορεα δελ Συρ | 2 | 5.35 | |
| | Συιζα | 2 | 10.00 | |
| | Ταιω(ν | 3 | 8.52 | |
| | Προμεδιο δε οριγεν αλεμ(ν | 2.33 | 8.68 | |
| 4. Δερεχηο εστατυαριο εσχανδιναπο | Διναμαρχα | 2 | 10.00 | |
| | Φινλανδία | 3 | 10.00 | |
| | Νορνεγα | 4 | 10.00 | |
| | Συεχια | 3 | 10.00 | |
| | Προμεδιο δε οριγεν εσχανδιναπο | 3.00 | 10.00 | |

Νοτα: Λα εσχαλα δελ ϊνδιχε δε λοσ δερεχηοσ δε λοσ αχχιονισασ εσ δε 0 (μ(νιμο) α 6 (μ(ξιμο). Λα εσχαλα δελ ϊνδιχε δε λα απλσχαχι Γν δελ εσταδο δε δερεχηο εσ δε 0 (μ(νιμο) α 10 (μ(ξιμο).

Φυεντε: Ραφαελ Λα Πορτα, Φλορενχιο Λοπεζ-δε-Σιλανεσ, Ανδρει Σηλειφερ, Ροβερτ Ω. ζιστην, Πλαω ανδ φινανχε, *Θουριζαλ αφ Πολιτηαλ Εχονομυ*, ν |μ. 106, 1998, ππ. 1113-1155.

La ilustración 4.2 muestra que el índice de los derechos del accionista promedio es 4.00 para los países que se rigen por el derecho tácito inglés, 2.33 para el caso de los países que se rigen por el derecho estatutario francés y alemán, mientras que 3.00 para los países que se rigen por el derecho estatutario escandinavo. De este modo, los países que se rigen por el derecho tácito inglés suelen brindar mayor protección a los inversionistas. Los que se rigen por el derecho estatutario francés y alemán brindan la menor protección y los países con derecho estatutario escandinavo quedan en medio de estos dos extremos. La calidad de la aplicación de las leyes, medida al tenor del índice del estado de derecho, es más elevada en los países con derecho estatutario alemán, seguidos por los que aplican el derecho consuetudinario inglés y, en último lugar, los países que tienen derecho estatutario francés.

Queda claro que entre los dos sistemas jurídicos más influyentes (derecho tácito inglés y derecho estatutario francés) existe una marcada diferencia en la protección que las leyes brindan a los inversionistas. Así, la pregunta lógica sería: ¿por qué el sistema jurídico inglés protege más a los inversionistas que el francés? Según la opinión generalizada, ello se debe a que en los países con derecho estatutario, el Estado ha desempeñado históricamente un papel más activo en regular las actividades económicas y ha protegido menos los derechos de propiedad, que en los que tienen derecho tácito. En Inglaterra, el control de los tribunales pasó de la corona al Parlamento y a los dueños de propiedades en el siglo xvii. Por lo tanto, el derecho tácito inglés protegió más a los propietarios y esta protección se extendió a los inversionistas con el transcurso del tiempo. Esta tradición jurídica inglesa permite que los tribunales apliquen su juicio o “su olfato” a discreción para determinar cuáles negocios que benefician a los directores en lo personal son *desleales* para los inversionistas. En Francia y en Alemania, el poder parlamentario era débil y las leyes mercantiles se codificaron por el Estado, motivo por el cual el papel de los tribunales se limitó simplemente a determinar si las reglas estatutarias fueron violadas o no. Dado que los directores pueden ser lo bastante creativos como para expropiar los bienes de los inversionistas sin infringir evidentemente las reglas de los códigos, los inversionistas no están muy protegidos en los países con derecho estatutario.

En un estudio reciente, Glaesser y Shleifer (2002) ofrecen una explicación muy interesante de los orígenes de las leyes inglesas y francesas, fundada en las diferentes situaciones políticas que imperaban en la Edad Media. En Francia, los señores feudales locales eran muy poderosos y había guerras incesantes. Dada esta turbulenta situación, existía la necesidad de brindar protección a los adjudicadores contra los poderes locales, que sólo podían ser entregados por el rey. A la larga, en el siglo xiii, Francia adoptó el modelo de juez-inquisidor real, basado en el *Código Justiniano* del Imperio Romano. Según este modelo, los jueces designados por el rey reúnen evidencia, preparan registros escritos y determinan el resultado del caso. Es lógico suponer que los jueces reales tenían en mente las preferencias del rey. El *Código Napoleónico* formalizó la tradición jurídica francesa. Napoleón codificó muchas reglas legales, que en términos jurídicos se conocen como *normas de la Ilustración*, y requirió que los jueces designados por el Estado simplemente aplicaran dichas normas. De otra parte, en Inglaterra, los lores locales eran menos poderosos y las guerras fueron menos frecuentes. En una Inglaterra más pacífica, lo cual en parte refleja el aislamiento geográfico del país, los magnates locales principalmente tenían el poder real y preferían la adjudicación por medio de un jurado local que no estuviera atado a las preferencias de la corona y que conociera mejor los hechos y las preferencias locales. Al inicio, el jurado constaba de 12 caballeros armados que tenían menos probabilidad de ser intimidados por los cabecillas locales ni la presión de los grupos especiales. Después de la *Carta Magna* de 1215, los magnates locales básicamente pagaban una cantidad a la corona por el privilegio de la adjudicación local independiente y otros derechos. El distinto desarrollo del derecho en Inglaterra y Francia tuvo efectos permanentes en los sistemas jurídicos de muchos países.

Consecuencias de las leyes

La protección de los derechos de los inversionistas no sólo tiene un origen jurídico muy interesante, sino que también se ha demostrado que el concepto tiene importantes consecuencias económicas sobre la forma de propiedad y la valuación de las compañías, el desarrollo de los mercados de capital, el crecimiento económico y mucho más. Para ilustrar el caso, analicemos dos países de Europa: Italia y el Reino Unido. Como muestra la ilustración 4.3, la tradición

ILUSTRACIÓN 4.3

¿Qué peso tienen las leyes?: Italia y Reino Unido

| | Ιταλία | Ρεϊνο Υνίδο |
|--|-----------------|----------------|
| Οριγεν δε λασ λαμεσ | Δερεχηο φρανχίς | Δερεχηο ινγλίς |
| Δερεχηοσ δε λοσ αχχιονιστας | 1 (βαφο) | 5 (αλτο) |
| Προπιεδαδ δε τρεσ αχχιονιστας μαμορεσ | 58% | 19% |
| ζολορ δε χαπιταλιζαχι ίν δελ μερχαδο/ΠΙΒ | 71% | 248% |
| Εμπρεσασ χοτιζαδασ | 247 | 2 292 |

Νοτα: Λοσ δερεχηοσ δε λοσ αχχιονιστας σε ρεφιερεν αλ ίνδιχε δε δερεχηοσ χοντρα λοσ διρεχτορεσ, χομπυταδο πορ Λα Πορτα, Λοπεζ-δε-Σιλανεσ, Σηλαφερ ψ ριστηνψ (1998). Ταντο λα προπορχι ίν δε χαπιταλιζαχι ίν δελ μερχαδο δε λασ αχχιονεσ αλ ΠΙΒ ψ λα χαντιδαδ δε αχχιονεσ χοτιζαδασ σε ρεφιερεν α χίφρασ δε 1999.

Φυεντε: Διαφοροσ εστυδιοσ δε ΑΛΣΣ ψ *World Gazetteer* δε λα ΧΙΑ.

jurídica italiana se basa en el derecho estatutario francés, el cual brinda poca protección a los accionistas, mientras que el Reino Unido, con su tradición de derecho tácito, ofrece gran protección a los inversionistas. En Italia, los tres accionistas principales son dueños de 58% (en Reino Unido de 19%) de la compañía en promedio. Por lo tanto, la propiedad de la compañía está muy concentrada en Italia y más repartida en el Reino Unido. Además, en 1999, sólo 247 compañías cotizan en la bolsa de valores de Italia, mientras que 2 292 cotizan en el Reino Unido. Ese mismo año, el valor de capitalización del mercado de valores, como proporción del PIB anual, fue de 71% en Italia, pero de 248% en el Reino Unido. El claro contraste entre los dos países sugiere que la protección de los inversionistas tiene consecuencias económicas importantes. La propiedad concentrada se puede ver como una respuesta racional ante una protección débil a los inversionistas, pero puede crear otra suerte de conflicto de agencia entre los accionistas principales que tienen el control y los pequeños accionistas del exterior. La explicación de algunas de estas cuestiones se hará con mayor detenimiento a continuación.

Patrón de la propiedad y el control

Las compañías que tienen su domicilio en países que brindan poca protección a los inversionistas tal vez deban tener una propiedad concentrada que sustituya a la protección de las leyes. A partir de la propiedad concentrada, los accionistas mayores pueden controlar y vigilar a los directores con efectividad y resolver el problema de agencia. LLSV (1998) de hecho encontraron que la propiedad de las compañías tiende a concentrarse más en países que brindan menos protección a los inversionistas. Como muestra la ilustración 4.4., los tres accionistas principales poseen 43% de las compañías, en promedio, en los países con derecho tácito inglés y 54% de las compañías, en promedio, en los países con derecho estatutario francés.

Si los accionistas principales sólo se benefician de los flujos de efectivo a prorrata, no habrá conflicto entre los accionistas mayores y los pequeños accionistas. Lo que sea bueno para los accionistas mayores también lo será para los pequeños. Sin embargo, dado que los inversionistas pueden derivar beneficios personales del control, quizá traten de adquirir una cantidad de derechos de control que exceda a los derechos sobre el flujo de efectivo. Los inversionistas dominantes podrían adquirir el control por medio de distintos planes, por ejemplo:

1. Acciones con derechos superiores de voto
2. Estructura piramidal de propiedad
3. Posesión de acciones cruzadas entre empresas

Muchas compañías emiten acciones que tienen derecho a voto diferencia, con el desvío del principio de una acción-un voto. Al acumular acciones con más derechos a voto, los inversionistas pueden adquirir una cantidad de derechos de control que excede a la de derechos sobre los flujos de efectivo. Además, los accionistas principales, que con frecuencia son los fundadores y sus familias, pueden emplear una **estructura piramidal**, en la cual ellos controlen una compañía que es dueña de un bloque de control de otra compañía, la cual a su vez posee intereses de control de otra compañía más, y así sucesivamente. Asimismo, la **posesión de acciones de capital cruzadas** por parte de un grupo de compañías, como los *keiretsu* y los *chaebols*, se puede emplear para concentrar y apalancar los derechos a votación con el objeto de adquirir el control. Es evidente que también se puede emplear una combinación de estos planes para hacerse del control.

ILUSTRACIÓN 4.4

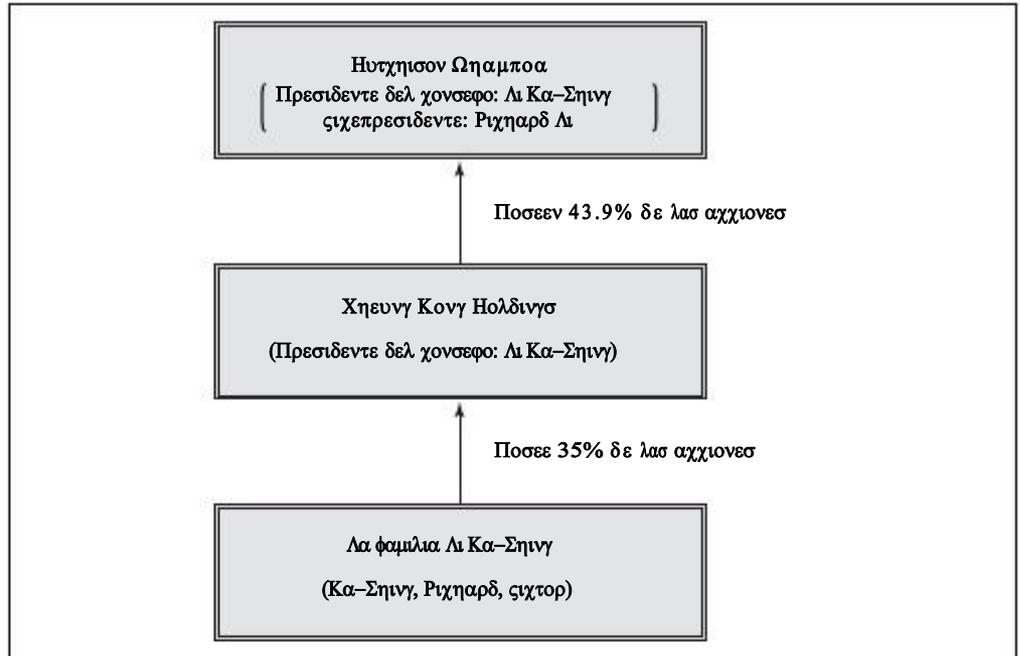
Consecuencias de las leyes: propiedad y mercados de capital

| Οριγεν δελ δερειχηο | Παίς | Χονχεντραχι ίν δε λα προπιεδαδ | Χαπιταλ εξτερνο/ΠΙΒ | Εμπρεσσαο ναχιοναλεσ/ποβλαχι ίν | |
|-------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------|---------------------|---------------------------------|--------------|
| 1. Δερειχηο τ(χιτο ινγλίς | Αυστραλια | 0.28 | 0.49 | 63.55 | |
| | Χαναδζ | 0.40 | 0.39 | 40.86 | |
| | Ηονγ Κογγ | 0.54 | 1.18 | 88.16 | |
| | Ινδια | 0.40 | 0.31 | 7.79 | |
| | Ιρλανδα | 0.39 | 0.27 | 20.00 | |
| | Ισραελ | 0.51 | 0.25 | 127.60 | |
| | Κενια | να | να | 2.24 | |
| | Μαλασια | 0.54 | 1.48 | 25.15 | |
| | Νυεπα Ζελανδα | 0.48 | 0.28 | 69.00 | |
| | Νιγερια | 0.40 | 0.27 | 1.68 | |
| | Παθυστ(ν | 0.37 | 0.18 | 5.88 | |
| | Σινγαπωρ | 0.49 | 1.18 | 80.00 | |
| | Συδζφριχα | 0.52 | 1.45 | 16.00 | |
| | Σρι Λανκα | 0.60 | 0.11 | 11.94 | |
| | Ταλανδια | 0.47 | 0.56 | 6.70 | |
| | Ρεινο Υνιδο | 0.19 | 1.00 | 35.68 | |
| | Εσταδοσ Υνιδοσ | 0.20 | 0.58 | 30.11 | |
| | Ζιμβαβωε | 0.55 | 0.18 | 5.81 | |
| | | Προμεδιο δε οριγεν ινγλίς | 0.43 | 0.60 | 35.45 |
| | 2. Δερειχηο εστατυταριο φρανζίς | Αργεντινα | 0.53 | 0.07 | 4.58 |
| Βίλγα | | 0.54 | 0.17 | 15.50 | |
| Βρασυλ | | 0.57 | 0.18 | 3.48 | |
| Χιλε | | 0.45 | 0.80 | 19.92 | |
| Χολομβια | | 0.63 | 0.14 | 3.13 | |
| Εχουαδορ | | να | να | 13.18 | |
| Εγυπτο | | 0.62 | 0.08 | 3.48 | |
| Φρανγια | | 0.34 | 0.23 | 8.05 | |
| Γρεγια | | 0.67 | 0.07 | 21.60 | |
| Ινδονεσια | | 0.58 | 0.15 | 1.15 | |
| Ιταλια | | 0.58 | 0.08 | 3.91 | |
| Θορδανια | | να | να | 23.75 | |
| Μίξιχο | | 0.64 | 0.22 | 2.28 | |
| Πάισεσ Βαφοσ | | 0.39 | 0.52 | 21.13 | |
| Περλ | | 0.56 | 0.40 | 9.47 | |
| Φιλιπιασ | | 0.57 | 0.10 | 2.90 | |
| Πορτυγαλ | | 0.52 | 0.08 | 19.50 | |
| Εσπα)α | | 0.51 | 0.17 | 9.71 | |
| Τυρθύα | | 0.59 | 0.18 | 2.93 | |
| Υρυνγαμ | | να | να | 7.00 | |
| ζενεζυελα | 0.51 | 0.08 | 4.28 | | |
| | Προμεδιο δε οριγεν φρανζίς | 0.54 | 0.21 | 10.00 | |
| 3. Δερειχηο εστατυταριο αλεμ(ν | Αυστρια | 0.58 | 0.06 | 13.87 | |
| | Αλεμανια | 0.48 | 0.13 | 5.14 | |
| | Θαπ(ν | 0.18 | 0.62 | 17.78 | |
| | Χορεα δελ Συρ | 0.23 | 0.44 | 15.88 | |
| | Συιζα | 0.41 | 0.62 | 33.85 | |
| | Ταιω(ν | 0.18 | 0.86 | 14.22 | |
| | Προμεδιο δε οριγεν αλεμ(ν | 0.34 | 0.46 | 16.79 | |
| 4. Δερειχηο εστατυταριο εσχανδιναπω | Διναμαρχα | 0.45 | 0.21 | 50.40 | |
| | Φινλανδια | 0.37 | 0.25 | 13.00 | |
| | Νορνεγα | 0.36 | 0.22 | 33.00 | |
| | Συεγια | 0.28 | 0.51 | 12.66 | |
| | | Προμεδιο δε οριγεν εσχανδιναπω | 0.37 | 0.30 | 27.26 |

Νοτα: Λα χονχεντραχι ίν δε λα προπιεδαδ μι δε ελ προμεδιο δε αχχιονεσ θυε ποσειεν λοσ τρεσ αχχιονιστασ πρινχιαλεσ. Λα χαπιταλιζαχι ίν εξτερνο/ΠΙΒ εσ λα προπορχι ίν θυε εξιστε εντρε ελ παλορ δε χαπιταλιζαχι ίν δε μερχαδο δε λιασ αχχιονεσ θυε ποσειεν λοσ αχχιονιστασ πρινχιαλεσ (αδεμ(σ δε λοσ τρεσ μ(σ γρανδεσ) η ελ προδυχο ιντερνο βρυτο παρα 1994. Λασ εμπρεσσασ ναχιοναλεσ-ποβλαχι ίν σε ρεφερε α λα προπορχι ίν θυε εξιστε εντρε λα χαντιδαδ δε εμπρεσσασ ναχιοναλεσ θυε χοτιζαν εν υν παίς δαδο η συ ποβλαχι ίν (μιλλονεσ) εν 1994.

Φυεντε: Διπλωμασ εστυδιοσ δε ΑΛΣζ.

ΙΛΥΣΤΡΑΤΙΟΝ 4.5

Hutchison Whampoa:
La cadena de control

Φυεντε: Ρ. Λα Πορτα, Φ. Λοπεζ-δε-Σιλανεσ, Α. Σηλεϊφερ ψ Ρ. Βισηνγ, «Χορπορατε οσνερσητιπ αρουνδ τηε οορλδ», *Θουρναλ οφ Φιναντζε*, ν.μ. 54, 1999, π. 483.

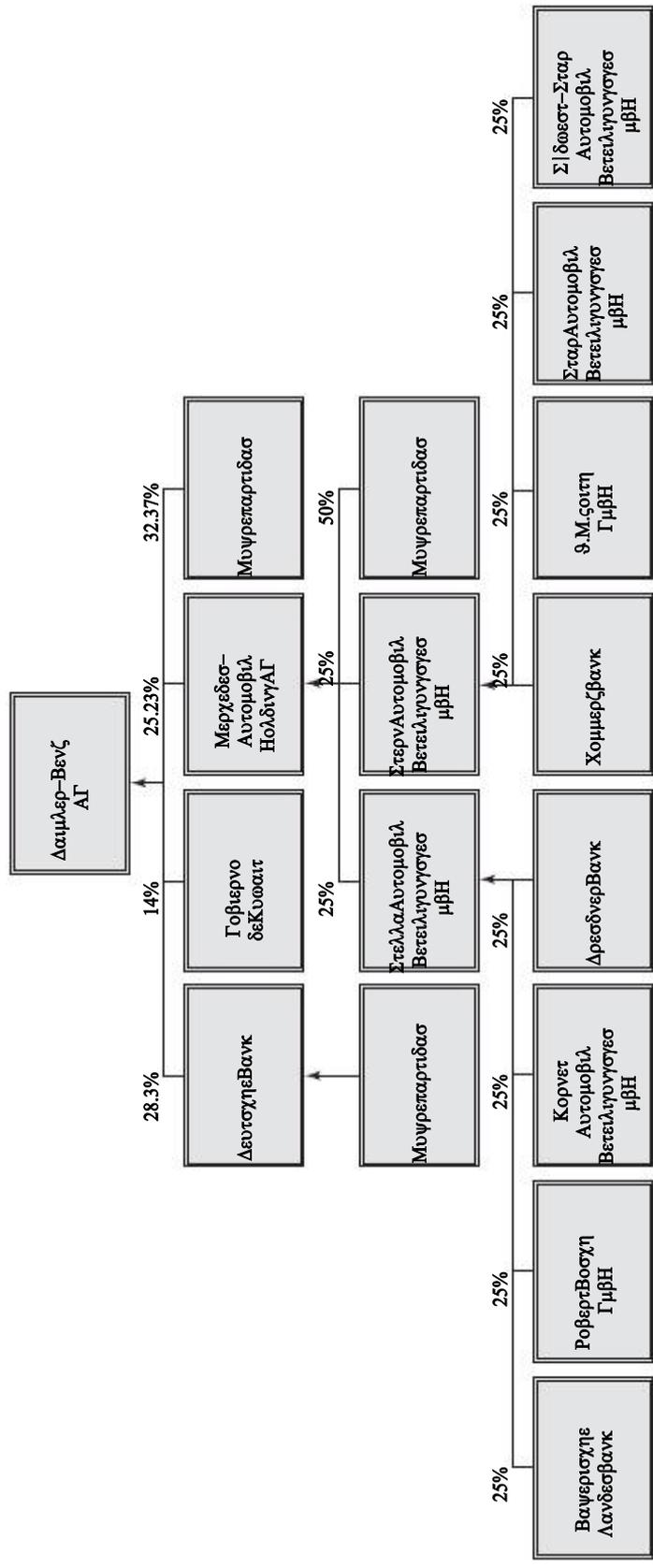
Hutchison Whampoa, la tercera compañía pública más valiosa de Hong Kong, ofrece un interesante ejemplo de la estructura piramidal de control. El 43.9% de la compañía es controlado por otra compañía pública, Cheung Kong Holdings, que es la quinta compañía pública más grande que cotiza en Hong Kong. A su vez, la familia Li Ka-Shing controla 35% de Cheung Kong Holdings. Por lo tanto, los derechos de la familia Li sobre el flujo del efectivo de Hutchison Whampoa suman 43.9% ($0.35 \times 0.439 = 0.154$), pero los derechos de control de la familia en Hutchison son 43.9%. La ilustración 4.5 muestra la cadena de control de Hutchison Whampoa. En Corea, la estructura de propiedad es más complicada. Tomemos el caso de Samsung Electronics, la compañía más valiosa de Corea. Lee Keun-Hee, el presidente del *chaebol* de Samsung e hijo del fundador de la empresa, controla 8.3% de Samsung Electronics directamente. Además, Lee controla 15% de Samsung Life, la cual controla 8.7% de Samsung Electronics y 14.1% de Cheil Chedang, la cual controla 3.2% de Samsung Electronics y 11.5% de Samsung Life. Esta bizantina red de la posesión cruzada de acciones permite que Lee ejercite, de hecho, el control de Samsung Electronics.⁹

Al igual que en Asia, la propiedad concentrada y una separación importante entre los derechos de control y los del flujo de efectivo se generalizan en la Europa continental. La ilustración 4.6 muestra la estructura piramidal de propiedad de Daimler-Benz, una compañía alemana, a principios de la década de 1990.¹⁰ Hay tres dueños principales de bloques de la compañía: Deutsche Bank (28.3%), Mercedes-Automobil Holding AG (25.23%) y el gobierno de Kuwait (14%). El 32.37% de las acciones restantes se reparten entre muchos propietarios. La estructura piramidal de posesión que muestra la ilustración 4.6 permite que los inversionistas principales adquieran derechos significativos de control con inversiones relativamente pequeñas. Por ejemplo, Robert Bosch GmbH controla 25% de Stella Automobil, la cual a su vez posee 25% de Mercedes-Automobil Holding, la cual controla 25% de Daimler-Benz AG. Robert Bosh podría

⁹ Ejemplos tomados de R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, núm. 54, 1999, pp. 471-517.

¹⁰ Este ejemplo se tomó de Julian Franks y Colin Mayer, "Ownership and Control of German Corporations", *Review of Financial Studies*, núm. 14, 2001, pp. 943-977. Nótese que la estructura de propiedad de Daimler-Benz se ha modificado mucho a partir de 1990.

ILUSTRACION 4.6 Estructura de propiedad de Daimler-Benz AG, 1990



Φοιτητε: Θυλνιανφρανκσχι ΧολνλΜαινερ. □ ΟικονομσχηπαινδΧοντρολοφΓερμανΧορπορατιον□. ΡεπειωφφινιαιηαλΣτροδισσν ιι. 14, 2001, π. 949.

controlar hasta un 25% de los derechos de voto de Daimler-Benz AG, tiene tan sólo 1.56% de los derechos sobre el flujo de efectivo de la compañía.

Beneficios personales del control

Cuando los accionistas principales adquieren derechos de control que exceden a los derechos sobre el flujo de efectivo, podrían derivar **beneficios personales del control** que no comparten con otros accionistas a prorrata. Algunos estudios documentan la existencia y la magnitud de los beneficios personales. Nenova (2001) calculó el premio de las acciones con derecho a voto en comparación con las que no lo tienen en varios países. El premio del voto, definido como el valor total del voto (el valor de un multiplicado por el número de votos) como proporción del valor de mercado de las acciones de capital de la empresa es tan sólo del orden de 2% en Estados Unidos y 2.8% en Canadá. Esto implica que los beneficios personales del control no son sustantivos en estos dos países. Por otra parte, el premio del voto es de 23% en Brasil, 9.5% en Alemania, 29% en Italia y Corea, y 36% en México; lo cual sugiere que, en estos países, los accionistas dominantes derivan sustantivos beneficios personales del control. A no ser que los inversionistas puedan derivar dichos beneficios, no pagarán primas sustantivas por las acciones con derecho a voto en comparación con las que no lo tienen.

Por otro lado, Dyck y Zingales (2003) computaron el “premio de los bloques”, es decir, la diferencia entre el precio por acción pagado por el bloque de control y el precio de cotización después del anuncio de la transacción del control, dividido entre el precio de cotización después de la transacción del control. Es evidente que los bloques de control sólo generarán premios si los propietarios de los bloques pueden extraer beneficios personales del control. A semejanza de los resultados de Nenova, Dyck y Zingales informan que durante el periodo de 1990-2000, el premio promedio por bloque sólo era del 1% en Canadá, Reino Unido y Estados Unidos y de 2% en Australia y Finlandia. No obstante, el premio promedio del bloque era mucho más alto en otros países: 65% en Brasil, 58% en la República Checa, 27% en Israel, 37% en Italia, 16% en Corea y 34% en México. Queda claro que los accionistas principales derivan sustantivos beneficios personales del control en los países donde los derechos de los accionistas minoritarios no se protegen bien.

Mercados de capital y valuación

El análisis de las leyes que rigen el gobierno corporativo predice que la protección de los inversionistas fomenta el desarrollo de los mercados de capital externos. Cuando los inversionistas tienen la seguridad de que recibirán rendimientos justos sobre sus fondos, estarán dispuestos a pagar más por las acciones. En la medida que esto lleve a las compañías a buscar más fondos procedentes de inversionistas del exterior, la protección sólida de los inversionistas será conducente a grandes mercados de capital. LLSV (1997) documentan empíricamente que los países que brindan una sólida protección a los accionistas tienden a contar con mercados más valiosos y más compañías que cotizan per cápita que los países que les brindan poca protección. Asimismo, unos cuantos estudios reportan que los derechos más altos de los accionistas internos sobre el flujo de efectivo se asocian a una valuación más elevada de los activos de las compañías, mientras que los derechos más grandes de control de los accionistas internos se asocian a una valuación más baja de los activos de las compañías. La ilustración 4.4 muestra que el valor de capitalización del mercado de las acciones que son posesión de accionistas minoritarios (con exclusión de los tres accionistas principales) como proporción del PIB para 1994 es de 0.60 en los países con derecho tácito inglés y de 0.21 en los países con derecho estatutario francés. En la ilustración también se muestra que la cantidad de empresas nacionales que cotizan en las bolsas de valores por habitante (millones) es del orden de 35 en los países con derecho tácito inglés, en comparación con sólo 10 en los países con derecho estatutario francés.

La poca protección a los inversionistas también puede ser un factor que contribuye a notables caídas del mercado durante una crisis financiera. En los países que brindan poca protección a los inversionistas, los que son internos pueden tratar a los externos razonablemente bien siempre y cuando las perspectivas de negocios garanticen un financiamiento externo continuo. No obstante, cuando las perspectivas futuras se apagan, los inversionistas internos pueden empezar a expropiar a los externos a medida que la necesidad de financiamiento externo se disipa. La expropiación acelerada puede inducir pronunciadas caídas en los precios de los valores. Johnson, Boon, Breach y Friedman (2000) presentan pruebas de que durante la crisis financiera de Asia de 1997-1998, los mercados de valores de hecho bajaron más en los países que brindan menos protección a los inversionistas.

www.worldbank.org/themes/corporategovernance

Este sitio explica las reformas del gobierno corporativo.

La existencia de mercados financieros bien desarrollados, fomentada por la sólida protección a los inversionistas, podría estimular el crecimiento económico porque facilita la posibilidad de obtener fondos de inversión a bajo costo. Ya antes Schumpeter (1934) había sostenido que el desarrollo financiero fomenta el crecimiento económico. Ahora, varios estudios documentan el vínculo empírico entre el desarrollo financiero y el crecimiento económico, con ello se sustenta la hipótesis de Schumpeter.¹¹ Según Beck y sus colaboradores (2000), el desarrollo financiero contribuye al crecimiento económico en tres sentidos básicos: (1) mejora el ahorro; (2) canaliza el ahorro hacia inversiones reales en capacidad productiva y, por ende, propicia la acumulación de capital, y (3) mejora la eficiencia de la asignación de la inversión en razón de las funciones de vigilar y enviar señales a los mercados de capital.

Reforma del gobierno corporativo

Al inicio de la crisis financiera de Asia de 1997-1998 y de la quiebra espectacular de varias compañías importantes, como Daewoo, Enron y WorldCom, los inversionistas de todo el mundo, cansados de los escándalos, exigen que se reforme el gobierno corporativo. El colapso de estas empresas perjudica a los accionistas y a otros grupos de interés, entre ellos los trabajadores, los clientes y los proveedores. Infinidad de empleados que invirtieron mucho en acciones de la compañía para su jubilación sufrieron graves reveses financieros. No sólo fracasaron los mecanismos internos del gobierno corporativo, sino que los auditores, las autoridades reguladoras, los bancos y los inversionistas institucionales también fallaron en sus respectivas funciones. Si no se reforma el gobierno corporativo afectará la confianza de los inversionistas, detendrá el desarrollo de los mercados de capital, elevará el costo del capital, distorsionará la asignación del capital e incluso cimbrará la confianza en el capitalismo mismo.

Objetivos de la reforma

En la década de 1980, cuando las economías de Alemania y Japón tenían un sólido desempeño, los sistemas de gobierno de estos dos países eran objeto de mucha atención y admiración. Tanto en Alemania como en Japón, los bancos y unos cuantos accionistas permanentes importantes desempeñan una función central en el gobierno corporativo. Se pensaba que este sistema de gobierno “centrado en los bancos” guiaba a los directores de las empresas a perseguir metas de desempeño de largo plazo y respaldaba de forma efectiva a las compañías cuando tenían problemas financieros. En cambio, se consideraba que el sistema de gobierno de Estados Unidos, “centrado en los mercados”, inducía a las compañías a tomar decisiones orientadas al corto plazo y que no era efectivo en muchos sentidos. No obstante, cuando la economía de Estados Unidos y su mercado de valores salieron adelante en la década de 1990, mientras Alemania y Japón se rezagaban, el sistema de gobierno centrado en los mercados, tipo estadounidense, sustituyó al sistema germano-japonés como objeto de admiración. Al parecer, el sistema estadounidense orientado hacia los mercados sería la ola del futuro. Pero, después, la subsiguiente desaceleración de la economía y el mercado de valores de Estados Unidos y los impactantes escándalos de las compañías volvieron a destronar al sistema estadounidense. Con justicia se debe decir que ningún país tiene un sistema perfecto que puedan emular otros países.

Cada vez hay más consenso de que la reforma del gobierno corporativo debe ser tema de interés mundial. Si bien algunos países afrontan problemas más graves que otros, los mecanismos de gobierno existentes no han podido proteger con efectividad a los inversionistas externos en muchos países. ¿Cuál debería ser el propósito de la reforma? La explicación de este capítulo sugiere una respuesta muy simple: *fortalecer la protección de los inversionistas externos contra la expropiación por parte de los directores y de los inversionistas internos que tienen el control*. Entre otras cosas, la reforma requerirá: (1) reforzar la independencia de los consejos de administración con más consejeros externos, (2) reforzar las normas de transparencia y revelación de los estados financieros y (3) vigorizar las funciones de regulación y vigilancia de la SEC (en Estados Unidos) y de las bolsas de valores. En muchos países en desarrollo y en transición tal vez sea preciso modernizar primero el marco jurídico.

¹¹ Algunos ejemplos son King y Levine (1993), Rajan y Zingales (1998) y Beck, Levine y Loayza (2000).

Dinámica política

No obstante, como hemos visto con las experiencias de muchos países, es más fácil hablar sobre la reforma del gobierno que hacerlo. En primer término, el sistema de gobierno existente es producto de la evolución histórica de la infraestructura económica, jurídica y política de un país. No es fácil cambiar los legados históricos. En segundo, muchos países tienen intereses creados en el sistema actual y se opondrán a todo intento por cambiar el *statu quo*. Por ejemplo, Arthur Levitt, presidente de la SEC durante gran parte de la década de 1990, trató de reformar el sector de la contabilidad, pero éste pudo oponerse al intento al recurrir a los cabilderos y la publicidad. Según dijo Levitt (*The Wall Street Journal*, 17 de junio de 2002, p. C7): “La feroz oposición de los contadores profesionales a nuestro intento por reformar el sector hace algunos años, no es un secreto para nadie... Ellos harán todo lo posible por proteger su patente y lo harán sin la consideración del interés público.” Este prematuro fracaso por reformar el sector de la contabilidad contribuyó a que explotaran los escándalos de las compañías estadounidenses. Cabe señalar que a los ex ejecutivos de WorldCom se les sentenció por su responsabilidad al haber orquestado el fraude contable más grande de las historia, en colusión de sus auditores externos.¹² Otro ejemplo es el caso del gobierno coreano, después de la crisis financiera de Asia, que inició un esfuerzo por reformar el sistema de los *chaebol* del país, pero se topó con una sólida resistencia de las familias fundadoras que, básicamente, temían perder sus beneficios personales de control. No obstante, los esfuerzos de Corea por esta reforma corrieron con cierto éxito, en parte porque estuvieron respaldados por el peso y el prestigio del gobierno y, en parte, porque la opinión pública general estaba a favor de la reforma.

www.brt.org/taskforces/

Este sitio explica los principios del gobierno corporativo.

Para que los reformadores puedan tener éxito, primero deben comprender la dinámica política en torno a las cuestiones de gobierno y buscar el apoyo de los medios, la opinión pública y las organizaciones no gubernamentales (ONG). El papel de las ONG y los medios queda ilustrado con el éxito de la Solidaridad Popular en pro de la Democracia Participativa (SPDP) de Corea, organizada por Hasung Jang de la Universidad de Corea. La SPDP y el profesor Jang recurrieron a la presión legal y a la exposición ante los medios para formar opinión pública y para poner en vergüenza a los ejecutivos de las compañías, con el propósito de que cambien sus prácticas. Por ejemplo, la SPDP logró enfrentarse a los precios de transferencia de SK Telecom. Concretamente, SK Telecom transfirió colosales ganancias a dos subsidiarias: Sunkyung Distribution, con 94.6% propiedad de Choi Jong-Hyun, presidente del consejo de SK Group, así como a Daehan Telecom, propiedad completa del hijo y el cuñado de Choi; de esta manera expropió a los accionistas externos de SK Telecom. La SPDP expuso esta maniobra ante los medios y el episodio se reportó en el *Financial Times*, así como en periódicos y la televisión locales. Ante la opinión desfavorable del público, SK Telecom finalmente aceptó no seguir adelante con esta práctica.¹³

La ley Sarbanes-Oxley

Ante el clamor del público que se escuchó después de los escándalos de las compañías estadounidenses, los políticos tomaron medidas para remediar el problema. El Congreso de Estados Unidos aprobó la **ley Sarbanes-Oxley** en julio de 2002. Los elementos principales de esta ley son:

- *Regulación de la contabilidad.* La creación de una junta de supervisión de la contabilidad pública, encargada de supervisar las auditorías de las compañías públicas y de restringir los servicios de asesoría que los auditores pueden prestar a los clientes.
- *Comité de auditoría.* La compañía debe nombrar a “expertos financieros” independientes para que formen su comité de auditoría.
- *Evaluación del control interno.* Las compañías públicas y sus auditores deben evaluar la efectividad del control interno de los registros financieros y evitar el fraude.
- *Responsabilidad ejecutiva.* El director general ejecutivo y los directores de finanzas (CEO y CFO, por sus siglas en inglés) deben firmar los estados financieros trimestrales y anuales de la compañía. Si el fraude consiste en declarar más ingresos que los que hubo en realidad, estos ejecutivos deben regresar los bonos cobrados por ese concepto.

¹² *New York Times*, 2 de septiembre de 2002, p. A16.

¹³ Alexander Dyck y Luigi Zingales, “The corporate governance role of the media”, documentos de trabajo, 2002.

La Bolsa de Valores de Nueva York (NYSE) también tiene actualmente en consideración distintas medidas para proteger a los inversionistas. Estas medidas requieren, entre otras cosas, (1) que las compañías que cotizan en esa bolsa tengan consejos de administración con una mayoría de consejeros independientes; (2) los comités de compensaciones, nombramientos y de auditoría deben componerse en su totalidad por consejeros independientes, y (3) la publicación de los lineamientos para el gobierno corporativo y la presentación de un informe de la evaluación anual del consejo y el CEO. Si estas medidas se instituyen debidamente, deberán mejorar el régimen de gobierno corporativo estadounidense.

Sin embargo, la aplicación de la ley Sarbanes-Oxley no estuvo exenta de fricciones. Muchas compañías encuentran que el cumplimiento de una disposición particular de la ley, es decir, la cláusula 404, es muy onerosa y cuesta muchos millones de dólares. La cláusula 404 requiere que las compañías públicas y sus auditores evalúen la efectividad del control interno de los registros financieros, así como la prevención del fraude y la presentación de informes ante la Securities and Exchange Commission (SEC). Queda claro que el costo del cumplimiento afecta desproporcionadamente a las compañías pequeñas. Además, muchas empresas extranjeras que cotizan en Estados Unidos, que en sus países tienen otra estructura de gobierno, encuentran también que es muy costoso cumplir con la ley Sarbanes-Oxley. Desde que esta ley fuera aprobada, algunas empresas extranjeras optan por cotizar sus acciones en la Bolsa de Londres y otras bolsas de Europa, en lugar de hacerlo en las de Estados Unidos, para evitar el costoso cumplimiento de la ley.

El Código de Cadbury de las Mejores Prácticas

A semejanza de Estados Unidos, el Reino Unido se vio afectado por una oleada de escándalos empresariales en la década de 1980 y principios de la de 1990, los cuales dieron por resultado la quiebra de compañías tan destacadas como Ferranti, Colrol Group, BCCI y Maxwell Group. El “escandaloso” colapso de estas conocidas empresas británicas se atribuyó, en general a que el control completo de la compañía estaba en manos de un solo ejecutivo en jefe, a los laxos mecanismos de gobierno y al fracaso de sus consejos de administración. Con este telón de fondo, el gobierno británico constituyó el *Comité de Cadbury* en 1991, con el encargo de abordar los problemas del gobierno corporativo del Reino Unido. Sir Adrian Cadbury, director general de Cadbury Company, era presidente del referido comité.¹⁴ El trabajo del Comité llevó a una exitosa reforma del gobierno corporativo del Reino Unido.

En diciembre de 1992, el Comité de Cadbury publicó su informe, inclusive el *Código de las Mejores Prácticas* para el gobierno corporativo. El código recomienda (1) que los consejos de administración de compañías públicas incluyan un mínimo de tres consejeros externos (no ejecutivos) y (2) que los puestos del director general ejecutivo (CEO) y el presidente del consejo (COB, por sus siglas en inglés) de estas compañías los ocupen dos personas distintas. Los consejos de administración de la mayor parte de las compañías británicas estaban dominados por directores internos y los puestos de CEO y COB con frecuencia son ocupados por la misma persona. Concretamente, el código manda que:

El consejo se debe reunir con regularidad, mantener el pleno control efectivo de la compañía y vigilar la administración de los ejecutivos. Debe existir una división claramente aceptada de las obligaciones de la cabeza de la compañía, que garantice un equilibrio de poder y autoridad, de modo que no haya un único individuo que tenga poder ilimitado de decisión. Cuando el presidente del consejo también es el ejecutivo máximo, es esencial que haya un consejero fuerte e independiente en el consejo, además de un miembro con rango superior o “senior” que sea reconocido. El consejo debe incluir a consejeros, que no sean ejecutivos, de gran calibre y en número suficiente para que sus opiniones tengan peso sustantivo en las decisiones del consejo.

El **Código de Cadbury** aún no se ha aprobado como ley y su cumplimiento es voluntario. No obstante, la Bolsa de Valores de Londres (LSE) ahora requiere que toda compañía que coticen en esa bolsa demuestre si cumple con el código y en caso contrario, explique por qué no lo hace. Al parecer, este planteamiento de “cumplir o explicar” convence a muchas compañías de cumplir, en lugar de explicar. En la actualidad 90% de las compañías que cotizan en la LSE adoptan el Código de Cadbury. Según un estudio realizado por Dahya, McConnell y Travlos (2002) la proporción de consejeros externos pasó de 26% antes de la adopción a 47% después

¹⁴ Encontrará una explicación detallada del Comité de Cadbury y su efecto en el gobierno corporativo del Reino Unido en Dahya McConnell y Travlos, 2002.

de ella, en el caso de las compañías que recién cumplen con el código. Por otra parte, los puestos conjuntos de CEO/COB bajó de 37% de las compañías antes de la adopción a 15% después de ella. Esto significa que aun cuando el cumplimiento es voluntario, el Código de Cadbury ha tenido enormes repercusiones en los mecanismos internos de gobierno corporativo del RU. El estudio de Dahya y sus colegas también muestra que la relación “negativa” entre la rotación del CEO y el desempeño de la compañía se acentuó después de la introducción del Código de Cadbury. Esto significa que la seguridad de empleo de los altos ejecutivos se ha convertido en un punto más sensible al desempeño de la compañía, con ello se fortalece la responsabilidad que deben asumir los directores y a su vez debilita su atrincheramiento.

RESUMEN

Ante las crisis financieras recurrentes, los escándalos y quiebras de compañías destacadas de Estados Unidos y otros países, el gobierno corporativo ha captado mucha atención en todo el mundo. Este capítulo presenta un resumen general de algunas cuestiones del gobierno corporativo, además de resaltar las diferencias que existen en los mecanismos de gobierno de un país a otro.

1. La compañía pública, que es propiedad mancomunada de muchos accionistas que tienen una responsabilidad limitada, es una innovación organizacional importante que tiene consecuencias económicas sustantivas. El eficiente mecanismo para compartir el riesgo permite que la compañía pública reúna grandes cantidades de capital a bajo costo y que emprenda, de forma rentable, muchos proyectos de inversión.
2. La compañía pública tiene una debilidad muy importante: el problema de agencia asociado a los conflictos de intereses entre los accionistas y los directores. Los administradores que buscan su beneficio personal toman medidas para promover sus propios intereses a expensas de los de los accionistas. El problema de agencia suele ser más grave en empresas que tienen flujos excesivos de efectivo disponible, pero sin oportunidades de crecimiento.
3. Para proteger los derechos de los accionistas, frenar los excesos de los directores y restituir la confianza en los mercados de capital es importante fortalecer el gobierno corporativo, definido como el marco económico, jurídico e institucional en el cual el control de la compañía y los derechos sobre los flujos de efectivo son repartidos entre los accionistas, los administradores y otros grupos de interés de la compañía.
4. El tema central del gobierno corporativo es: cómo proteger mejor a los inversionistas externos contra la expropiación de directores y de accionistas internos que tienen el control, de modo que los inversionistas puedan recibir un rendimiento justo sobre sus fondos.
5. El problema de agencia se puede aliviar al emplear diversos métodos, entre ellos *a*) reforzar la independencia de los consejos de administración; *b*) ofrecer a los directores contratos con incentivos, como acciones y opciones de acciones, para alinear mejor sus intereses con los de los accionistas, *c*) concentrar la propiedad de modo que los accionistas principales puedan controlar a los directores; *d*) utilizar el endeudamiento para inducir a los directores a descargar los flujos de efectivo disponible en las manos de los inversionistas; *e*) cotizar en las bolsas de valores de Londres o Nueva York, donde los accionistas están mejor protegidos, y *f*) presentar ofertas de adquisiciones hostiles si los directores desperdician fondos y expropiación a los accionistas.
6. La protección legal de los derechos de los inversionistas varía sistemáticamente de un país a otro, lo cual depende del origen histórico de su sistema jurídico. Los países con derecho tácito inglés suelen proporcionar la protección más sólida y los que tienen derecho estatutario francés, la más débil. La tradición del derecho estatutario se basa en códigos generales de las normas legales, mientras que el derecho tácito se basa en resoluciones dictadas a discreción por jueces independientes con relación a disputas específicas y precedentes judiciales. La tradición del derecho tácito inglés, basado en jueces independientes y jurados locales, evolucionó de modo que protege más los derechos de propiedad, los cuales se extendieron a los derechos de los inversionistas.

7. La protección de los derechos de los inversionistas tiene importantes consecuencias económicas en términos de las formas de propiedad de las compañías, el desarrollo de los mercados de capital, el crecimiento económico y mucho más. La poca protección a los inversionistas da por resultado la propiedad concentrada, excesivos beneficios particulares del control, mercados de capital subdesarrollados y crecimiento económico más lento.
8. Fuera de Estados Unidos y el Reino Unido, los accionistas principales, que con frecuencia son las familias fundadoras, tienden a controlar a los directores y a expropiar a los pequeños accionistas del exterior. En otras palabras, los accionistas mayores y dominantes tienden a derivar sustantivos beneficios personales del control.
9. Las actividades para la reforma del gobierno corporativo se deben concentrar en la mejor manera de proteger a los inversionistas externos de la expropiación por parte de los internos que tienen el control. Muchas veces, los internos que tienen el control se oponen a los esfuerzos por la reforma porque no quieren perder los beneficios personales que derivan del control. Los reformadores deben entender la dinámica política y movilizar a la opinión pública a favor de su causa.

TÉRMINOS CLAVE

| | | |
|---|------------------------------------|--|
| atrincheramiento de los administradores, 81 | derechos de los accionistas, 78 | flujo de efectivo disponible, 81 |
| beneficios personales del control, 95 | derecho estatutario francés, 88 | gobierno corporativo, 78 |
| Código de Cadbury, 98 | derechos residuales de control, 81 | ley Sarbanes-Oxley, 97 |
| compañía pública, 79 | derecho tácito inglés, 88 | origen del derecho, 88 |
| contrato completo, 80 | estructura piramidal, 91 | problema de agencia, 81 |
| contratos con incentivos, 83 | | propiedad concentrada, 85 |
| | | posesión de acciones de capital cruzadas, 91 |

CUESTIONARIO

1. La mayoría de los grandes corporativos se constituyen como empresas públicas. Explique cuáles son la principal fortaleza y debilidad de las “empresas públicas”. En su opinión, ¿cuándo las empresas públicas no son una forma de organización aconsejable?
2. Las empresas públicas son propiedad de muchos accionistas, pero se dirige por administradores profesionales. Los directores pueden emprender acciones para su propio beneficio a expensas de los accionistas. Explique las circunstancias en las que se presenta el llamado problema de agencia.
3. Después de los escándalos y la quiebra de compañías en Estados Unidos y en otros países, existe una creciente exigencia para que se reforme el gobierno corporativo. ¿Cuáles deben ser los objetivos centrales de la reforma del gobierno corporativo? ¿Qué tipo de obstáculos pueden entorpecer los esfuerzos por esta reforma?
4. Algunos estudios demuestran que la protección de los derechos de los accionistas varía mucho de un país a otro. Presente algunas razones que explicarían por qué la tradición del derecho tácito inglés proporciona la protección más sólida a los inversionistas y la tradición del derecho estatutario francés la más débil.
5. Explique “la separación” que existe entre los derechos de control y los del flujo de efectivo, y explique sus implicaciones para el gobierno corporativo.
6. Explique varias formas que pueden emplear los inversionistas dominantes para establecer y mantener el control de una compañía con inversiones relativamente pequeñas.
7. El *Código de Cadbury de las Mejores Prácticas*, adoptado en el Reino Unido, llevó a una exitosa reforma del gobierno corporativo en ese país. Explique los requerimientos básicos del código y explique cómo contribuyó al éxito de la reforma.
8. Muchas compañías otorgan acciones y opciones de acciones a sus directores. Explique los beneficios y los posibles costos de utilizar este tipo de plan de remuneración con incentivos.
9. Se ha visto que las compañías extranjeras que cotizan en las bolsas de valores de Estados Unidos son valoradas más que las de los mismos países que no cotizan en dicho país. Ex-

plique por qué dichas empresas son valuadas más que aquellas que no cotizan en Estados Unidos. Asimismo, explique por qué no todas las empresas extranjeras quieren cotizar sus acciones en Estados Unidos.

10. Explique los “flujos de efectivo disponible”. ¿Los directores por qué quieren retener los flujos de efectivo disponible en lugar de repartirlos entre los accionistas? Explique qué mecanismos se podrían emplear para resolver este problema.

EJERCICIOS DE INTERNET



Con frecuencia se dice que Estados Unidos tiene un sistema de gobierno corporativo “centrado en los mercados”, mientras que Alemania tiene uno “centrado en los bancos”. Vaya al sitio web de la OCDE, www.oecd.org/daf/corporate-affairs/governance/, o a otros sitios web relevantes y conteste las preguntas siguientes:

- Compare y contraste los sistemas de gobierno corporativo de dos países.
- ¿Estos dos países cómo llegaron a tener esos sistemas particulares de gobierno?
- ¿Cuáles son las consecuencias que los distintos sistemas de gobierno tienen en estos dos países?

MINICASO

Parmalat, la Enron de Europa

Δεσπύσ δε λος εσχ(νδαλος δε χομπα)ί ασ ταν δεσταχαδας χομο Ενρον ψ ΩορλδΧομ εν Εσταδος Υνιδος, λος ερεχτυπος δε εμπρεσας ευροπεας προχλαμιαβαν ορονδος θυε εσο νο ποδρί α οχυρρι εν αθυελ λαδο δελ Ατλ(ντιχο, πορθυε λος ευροπεος νο χομπαρτεν ελ χαπιταλισμο λαισ-σεζ-φαρε δε Εσταδος Υνιδος. Νο οβσταντε ψ πορ δεσγραχια, ελ τιεμπο δεμοστρ (μυψ προντο θυε εσταβαν εθυιποχαδος, χυανδο Παρμαλατ, λα φοψα δελ χαπιταλισμο ιταλιανο, σε δερρυμβ (εσπεχταχυλαρμεντε χομο ρεσυλταδο δε χολοσαλες φραυδες χονταβλες.

Παρμαλατ σε φυνδ (εν 1961 χομο υνα χομπα)ί α λεχηρα. Χαλυστο Τανζι, ελ φυνδαδορ, τρασφορμ (α Παρμαλατ εν υν αχτορ ναχιοναλ εμβαρχ(νδοσε εν υν αγρεσιπο προγραμα δε αδθυισι-χιονεσ εν λα δ(χαδα δε 1980, χυανδο λος γοβιερνος λοχαλες δε Ιταλια πριπατιζαρον συσεσταβλος μυνιχιπαλες. Μιεντρασ σολιδιφιχαβα συ ποσιχι (ν δομιναντε εν ελ μερχαδο ιντερο ιταλιανο, Παρμαλατ αγρεσιτωαμεντε σε απεντυρ (α λος μερχαδος ιντερναχιοναλες θυραντε λα δ(χαδα δε 1990, εσταβλεχι (οπεραχιονεσ εν 30 πα(σεσ δε Αμ(ριχα, ΑσιαΠαχ(φχο ψ ελ συρ δε Σ(φριχα. Παρα φινανχιαρ συ πελωξ εξπανσι (ν, λα χομπα)ί α σε ενδευδ (φυερτεμεντε χον βανχος ε ινπερσιονισ-τας ιντερναχιοναλες. Λασ πεντας μυνδιαλες δε Παρμαλατ λλεγαρον α 7 600 μιλλονεσ δε ευρος εν 2002 ψ συ ασπαραχι (ν δε χονπερτιρσε εν λα Χοχα-Χολα δε λα λεχηε παρεχ(α εσταρ αλ αλχανχε δε λα μανο. Νο οβσταντε, λασ χοσασ εμπεζαρον α δεσμοροναρσε εν 2003.

Παρμαλατ πριμερο ινχυμπλ (ελ παγο δε 185 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ δε δευδα εν νοπιεμβρε δε 2002, λο χυαλ λεπ(α υν εσχυρτυνιο δε λασ φινανζας δε λα εμπρεσα. Λος αυδιοροεσ ψ λασ αυτοριδαδεσ ρεγυλαδορασ νο ταρδαρον εν δεσχυβριρ θυε υνα ρεσερπα δε εφεχτυπο δε 4 900 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ συπυεσταμεντε δεποσιταδος εν υνα χυεντα δε Βανκ οφ Αμεριχα, δε υνα συβσιδιαρια δε Παρμαλατ εν λασ Ισλασ Χαψμ(ν, δε ηεχηο νο εξισ(ψ θυε ελ τοπαλ δε λα δευδα δε λα χομπα)ί α ερα δελ ορδεν δε 16 000 μιλλονεσ δε ευρος; εσ δεχιρ, μ(σ δελ δοβλε δελ μοντο (7 200 μιλλονεσ δε ευρος) θυε μοστραβα συ βαλανχε γενεραλ. Λος ινπεστιγαδοροεσ ιταλιανος δεσπύσ δεσχυβριερον θυε λος γερεντεσ δε Παρμαλατ σιμπλεμεντε σε ηαβ(αν □ ινπενταδο λος αχτυποσ □ παρα χυβριρ λασ δευδασ δε λα χομπα)ί α, α δεμ(σ δε φαλσιφιαρ λασ χυεντας θυραντε υν περιοδο δε 15 α)οσ. Δεσπύσ δε θυε σε δεσχυβριερον λος φραυδεσ μασιτωσ, Παρμαλατ σε δεχλα-ρ(εν θυιεβρα εν διχημβρε δε 2003. Χαλυστο Τανζι, φυνδαδορ ψ εξ διρεχτορ γενεραλ ερεχτυπο δε λα χομπα)ί α, φυε απρεηενδιδο πορ πρεσυντο φραυδε, μαλπερσαχι (ν δε φονδος, χονταβιλιδαδ φραυδυλεντα ψ πορ ενγα)αρ α λος ινπερσιονιστας. Λα σαγα δε Παρμαλατ ρεπρεσεντα ελ φραυδε μ(σ χυαντιοσο ψ αμπλιο δε υνα χομπα)ί α εν λα ηιστορια δε Ευροπα ψ εν μυχηοσ σιποσ σε χονοχε χομο λα Ενρον δε Ευροπα.

Ενριχο Βονδι, υν νυεπο διρεχτορ γενεραλ δε Παρμαλατ, ιντερτυσο υνα δεμανδα ρυδιχαλ πορ 10 000 δε δ(λαρεσ χοντρα Χιτιγρουπ, Βανκ οφ Αμεριχα ψ λος εξ αυδιοροεσ Γραντ Τηορντον ανδ Δελοιτε Τουχηε Τοηματσυ πορ χομπαρτιρ λα ρεσπονσαβιλιδαδ δελ χολαπο δε λα χομπα)ί α. Ταμβι(ν ιντερτυσο δεμανδασ ρυδιχαλεσ χοντρα ΥΒΣ δε Συιζα ψ Δευτοχηγε Βανκ πορ λασ τραν-σαχχιονεσ θυε πρεσυνταμεντε χοντριβυμερον αλ χολαπο δε Παρμαλατ. Βονδι αλεγα θυε λος □ φαχίλαδοροεσ □ εξτρανφεροσ δε Παρμαλατ, ινχλυσιπε λος βανχος ψ λος αυδιοροεσ ιντερναχιοναλεσ φυερον χ(μπλιχεσ δε λος φραυδεσ. Αφιρμα θυε εσταβαν εντεραδος δε λασ φινανζας φραυδυλεντας δε Παρμαλατ ψ θυε αμυδαρον α λα χομπα)ί α α δισφαζαρλασ α χαμβιο δε χυαντιοσοσ ηονοραριοσ.

Βονδι δε ηεχηνο δεχλαρ Γ υνα γυερρα χοντρα λος βανθυερος ψ λος αχρεεδορες ιντερναχιοναλες δε Παρμαλατ.

Puntos de análisis

1. ¿Χ Γμο φυε ποσιβλε θυε λος γερεντεσ δε Παρμαλατ □αρρεγλαραν λος λιβροσ □ ψ λο οχυλαταν δυραντε ταντο τιεμπο?
2. Ινπεστιγυε ψ εξπλιθυε ελ παπελ θυε λος βανχος ψ λος αυδιοροεσ ιντερναχιοναλεσ πυεδεν ηαβερ δεσεμπε)αδο εν ελ χολασπο δε Παρμαλατ.
3. Εστυδιε ψ εξπλιθυε ελ ρ Γ γιμεν δε γοβιερνο χορπορατιτω ιταλιανο ψ συ παπελ εν ελ φραχασο δε Παρμαλατ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Beck, T.R., Levine y N. Loayza, "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, 2000, pp. 261-300.
- Claessens, S.S., Djankov y L.H.P. Lang, "The separation of ownership and control in east asian corporations", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, 2000, pp. 81-112.
- Coase, Ronald, "The nature of the firms", *Economics*, núm. 4, 1937, pp. 386-405.
- Dahya, Jay, John McConnell y Nickolaos Travlos, "The Cadbury Committee, corporate performance and top management turnover", *Journal of Finance*, núm. 57, 2002, pp. 461-483.
- Denis, D. y J. McConnell, "International corporate governance", Working Paper, 2002.
- Demsetz, H. y K. Lehn, "The structure of corporate ownership: causes and consequences", *Journal of Political Economy*, núm. 93, 1985, pp. 1155-1177.
- Doidge, C., A. Karolyi y R. Stulz, "Why are foreign firms listed in the U.S. worth more?", documentos de trabajo de NBER, 2002.
- Dyck, A. y L. Zingales, "The corporate governance role of the media", documentos de trabajo, 2002.
- _____, "Private benefits of control: an international comparison", *Journal of Finance*, núm. 59, 2002, pp. 537-600.
- Franks, J. R. y C. Mayer, "Ownership and control of german corporations", *Review of Financial Studies*, núm. 14, 2002, pp. 943-977.
- Glaeser, E. y A. Shleifer, "Legal origin", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 117, 2002, pp. 1193-1229.
- Gorton, G. y F. A. Schmid, "Universal banking and the performance of german firms", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, 2000, pp. 28-80.
- Holstrom B. y S.N. Kaplan, "Corporate governance and merger activity in the U.S.: making sense of the 1980s and 1990s", documentos de trabajo, NBER, 2001.
- Jensen, M., "Eclipse of the public corporation", *Harvard Business Review*, 1989, pp. 61-74.
- Jensen, M. y W. Meckling, "Theory of the firm: managerial behavior, agency cost, and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976, pp. 305-360.
- Jensen, M. y K. Murphy, "Performance pay and top management incentives", *Journal of Political Economy*, núm. 98, 1990, pp. 225-263.
- Johnson, S., P. Boon, A. Breach y E. Friedman, "Corporate governance in the asian financial crisis", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, 2000, pp. 141-186.
- Johnson, S., R. La Porta, F. López-de-Silanes y A. Shleifer, "Tunneling", *American Economic Review*, núm. 90, 2000, pp. 22-27.
- Kang, J. y A. Shivdasani, "Firm performance, corporate governance, and top executive turnover in japan", *Journal of Financial Economics*, núm. 38, 1995, pp. 29-58.
- King, R. y R. Levine, "Finance and growth: schumpeter might be right", *Quarterly Journal of Economics*, núm. 108, 1993, pp. 717-738.
- La Porta, R., F. López-de-Silanes, A. Shleifer y R. Vishny, "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, núm. 52, 1997, pp. 1131-1150.
- _____, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, núm. 106, 1998, pp. 1113-1155.
- _____, "Corporate ownership around the world", *Journal of finance*, núm. 54, 1999, pp. 471-517.
- _____, "Investor protection and corporate governance", *Journal of Financial Economics*, núm. 58, 2000, pp. 3-27.
- _____, "Investor protection and corporate valuation", *Journal of Finance*, núm. 57, 2002, pp. 1147-1169.
- Lemmon, M. L. y K. V. Lins, "Ownership structure, corporate governance, and firm value: evidence from the east asian financial crisis", documentos de trabajo, 2001.
- Morck, R., A. Shleifer y R. Vishny, "Management ownership and market valuation: an empirical analysis", *Journal of Financial Economics*, núm. 20, 1988, pp. 293-315.
- Nenova, T., "The value of corporate votes and control benefits: a cross-country analysis", documentos de trabajo, 2001.
- Rajan, R. y L. Zingales, "Financial dependence and growth", *American Economic Review*, núm. 88, 1998, pp. 559-586.
- Reese, W.A., Jr. y M. S. Weisbach, "Protection of minority shareholder interests, cross-listings in the United States, and subsequent equity offerings", documentos de trabajo, NBER, 2001.

Shleifer, A. y R. Vishny, “A survey of corporate governance”, *Journal of Finance*, núm. 52, 1997, pp. 737-783.

Short, H. y K. Keasey, “Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK”, *Journal of Corporate Finance*, núm. 5, 1999, pp. 79-101.

Smith, Adam, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, 1776.

Schumpeter, J., *The theory of economic development*, traducción de R. Opie, Harvard University Press, Cambridge, Ma., 1934.

Stulz, R. y R. Williamson, “Culture, openness, and finance”, *Journal of Financial Economics*, núm. 10, 2003, pp. 313-349.

Zingales, L., “The value of the voting right: a study of the milan stock exchange experience”, *Review of Financial Studies*, núm. 7, 1994, pp. 125-148.

SEGUNDA PARTE

ESQUEMA
DE LA SECCION

- 5 El mercado de divisas**
- 6 Relaciones de la paridad de las divisas internacionales y proyecciones de los tipos de cambio**
- 7 Futuros y opciones de divisas**

El mercado de divisas, la determinación de los tipos de cambio y los derivados de dinero

La SEGUNDA PARTE inicia con una explicación del mercado de divisas. Se estudian tanto las transacciones al contado (*spot*) como a plazos (*forward*). En el capítulo siguiente se analiza cómo se determinan los tipos de cambio. Se enfoca en la explicación sobre la variación de los tipos de cambio de las monedas de dos países que depende de la diferencia relativa que exista entre las tasas de interés nominal y las tasas de inflación de ambos. El último capítulo de esta sección presenta los contratos de derivados de dinero que son muy útiles para administrar la exposición de los cambios de divisas.

El CAPÍTULO 5 contiene una introducción sobre la forma como se organiza y opera el mercado de divisas spot y forward. Explica los arreglos institucionales del mercado de divisas y analiza con detalle cómo se cotizan y negocian las divisas en el mundo.

En el CAPÍTULO 6 se presentan las relaciones fundamentales de la paridad internacional de los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de inflación. Comprender estas relaciones de paridad es esencial para practicar la administración financiera en un marco global.

El CAPÍTULO 7 presenta un amplio análisis de los contratos de opciones y de futuros de dinero cambiados por divisas. Desarrolla modelos básicos de valuación.

5 El mercado de divisas

Funcionamiento y estructura del mercado de divisas

Participantes en el mercado de divisas
Relaciones entre bancos corresponsales

El mercado spot

Cotizaciones de tipo spot
Diferencial entre el precio de compra y el de venta
Operaciones de divisas spot
Cotizaciones de cambios cruzados
Expresiones alternativas de los cambios cruzados
La mesa de operaciones de cambios cruzados
Arbitraje triangulado
Microestructura del mercado de divisas spot

El mercado de forwards

Cotizaciones de forwards
Posición larga y corta de los forwards
Forwards de cambios cruzados
Operaciones de swaps
Prima en los forwards

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: Shrewsbury Herbal Products, Ltd.

Bibliografía y lecturas recomendadas

EL DINERO REPRESENTA poder de compra. Si usted tiene dinero de su país, ello le confiere la facultad de comprar los bienes y servicios que producen (o los activos que poseen) otros habitantes de su país. No obstante, para comprar los bienes y servicios que producen los habitantes de otro país, por lo general, primero tendrá que comprar la moneda de ese país. Lo hará al vender su moneda a cambio de la del país de las personas con las que usted quiere realizar el cambio. En términos más formales, el comprador utiliza su moneda para comprar *divisas* y, al hacerlo, convierte su poder adquisitivo en poder de compra en el país que vende la moneda.

El mercado de divisas es el mercado financiero más grande del mundo, medido prácticamente bajo cualquier patrón. Siempre está abierto en algún lugar del mundo, los 365 días del año y las 24 horas del día. En la encuesta trienal de bancos centrales de 2004, realizada por el Bank for International Settlements (BIS), se estima que las operaciones de divisas spot y forwards que se realizan diariamente en el mundo son del orden de 1.88 billones de dólares. Esta cifra equivaldría a que cada habitante del mundo realizara una operación de más de 300 dólares. Representa un incremento de 57% sobre las de 2001, a los actuales tipos de cambio. Este aumento de la rotación probablemente se debe a que los inversionistas además de tener interés por las acciones de capital y las rentas fijas, ahora también piensan en las divisas como una categoría de activos y además se debe a una mayor actividad de los administradores encargados de los activos y de los fondos de coberturas. Londres continúa como el centro de operaciones de cambios más grande del mundo. Según estimaciones de la encuesta trienal de 2004, el volumen diario de operaciones realizadas en RU es de 753 000 millones de dólares, con un incremento de 49% sobre las de 2001. La rotación diaria registrada en Estados Unidos fue de 461 000 millones de dólares, cifra que representa un incremento de 81% sobre la de 2001. La ilustración 5.1 presenta una gráfica circular que exhibe las fracciones de la rotación de divisas que corresponden a distintos países del mundo.

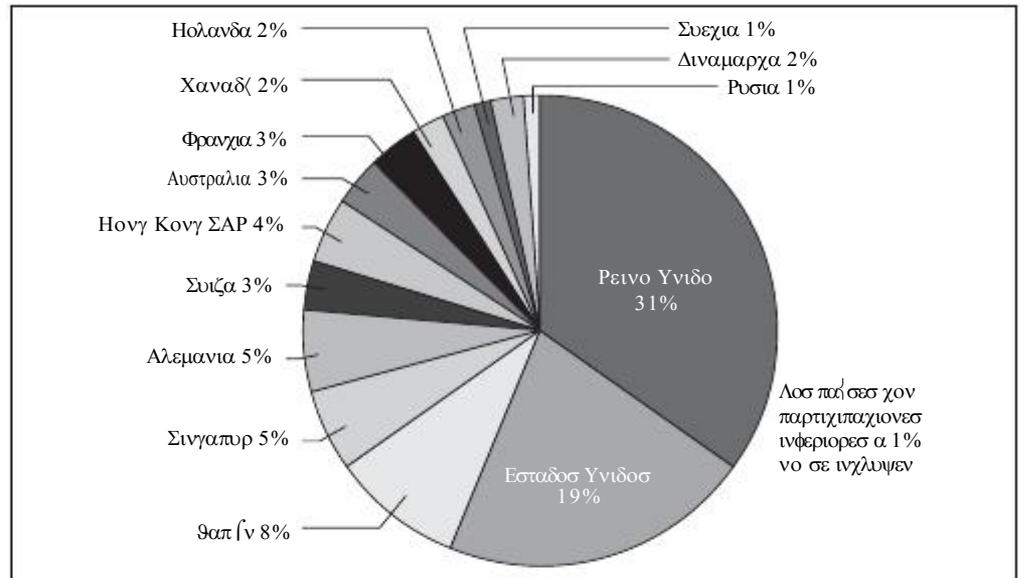
La definición amplia de **mercado de divisas** abarca la conversión del poder adquisitivo de una moneda al de otra, los depósitos bancarios en monedas extranjeras, la extensión de crédito denominado en una moneda extranjera, el financiamiento del comercio exterior, las operaciones de contratos de futuros y de opciones de divisas, así como los swaps de monedas.

www.bis.org

Este sitio web del Bank for International Settlements permite obtener muchos informes y estadísticas interesantes. Ahí se puede descargar el informe titulado *Triennial Central Bank Survey* a efecto de poder estudiarlo.

ILUSTRACIÓN 5.1

Participación de la rotación de divisas reportada por los países del mundo, 2004



Νοτα: Ελ πορχενταρε δελ τοταλ δε λα ροταχι (ν ρεπορταδα δε διπισασ σε αφισα παρα λα δοβλε χονταβιλιδαδ εντρε παλ'σας.

Φυεντε: Ταβυλαδο δε δατοσ εν λα ταβλια Ε.4 δε *Τριενιαλ Χεντραλ Βανκ Σιχραμ*, Βανκ φορ Ιντερνατιοναλ Σεττλεμεντο, Βασίλεα, μαρζο δε 2005.

Es evidente que un capítulo no puede cubrir debidamente todos estos temas. Por tanto, aquí limitaremos nuestra explicación al mercado de divisas spot y forward. En el capítulo 7 analizaremos los contratos de futuros de dinero y de opciones y en el capítulo 14 hablaremos de los swaps de monedas.

Este capítulo empieza con un resumen general del funcionamiento y la estructura del mercado de divisas y de los principales participantes del mercado que intercambian sus monedas en él. A continuación, presentamos una explicación del mercado de divisas spot. Esta sección explica cómo leer las cotizaciones del mercado spot, deriva cotizaciones de cambios cruzados y desarrolla el concepto del arbitraje triangulado como medio para garantizar la eficiencia del mercado. El capítulo termina con una explicación del mercado de divisas forward. Presentamos cotizaciones del mercado forward, explicamos el objeto de este mercado, así como el de las cotizaciones de tasas para swaps.

En este capítulo se sientan las bases para gran parte de la explicación del resto de este libro. Si usted no comprende a fondo cómo funciona el mercado de divisas, no podrá estudiar finanzas internacionales de forma inteligente. Como autores, le pedimos que lea este capítulo con atención y reflexivamente.

www.ny.frb.org

Es el sitio web del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Se puede bajar el artículo en línea titulado "The basics of foreign trade and exchange" para estudiarlo. También puede bajar el informe titulado *The foreign exchange and interest rate derivatives markets survey: turnover in the United States*.

www.about.reuters.com

En este sitio web se explican los distintos sistemas de Reuters utilizados para las transacciones electrónicas de divisas spot y forward.

Funcionamiento y estructura del mercado de divisas

La estructura del mercado de divisas es una ramificación de una de las funciones básicas de un banco comercial: ayudar a los clientes a realizar su comercio internacional. Por ejemplo, un cliente corporativo que quiere importar mercancía del exterior necesitará una fuente de divisas si esa mercancía importada se factura en la moneda del país del exportador. Por otra parte, el exportador tendrá que encontrar la manera de deshacerse de la divisa si el pago de su exportación se facturó y cobró en la moneda del país del importador. Uno de los servicios que los bancos comerciales brindan a sus clientes consiste en ayudarles a realizar operaciones de cambio de divisas de este tipo y, además, es uno de los servicios que los clientes esperan que brinde su banco.

Los mercados de divisas spot y forward son **mercados de mostrador** (over-the-counter, OTC); es decir, las operaciones no tienen lugar en un mercado central, en el cual se congreguen compradores y vendedores. Por el contrario, el mercado de divisas es una cadena mundial

Ριγκ Σεαρς, φαίε δε διπίσας δε λα Χηγχαγο Μερχαντιλε Εξχηανγε, αφίρμα θυε λος πολ μμενες δε σος προδυχτος δε διπίσας αυμενταρον οστανσιβλεμεντε α παρτρ δε θυε συ πλαταφορμα Γλοβεξ περμιτι Γ θυε λος ιντερσιονιστας νεγοχιαραν σος χοντρατος δε φυωρος λας 24 ηρας δελ δ'α. Εντρε 40 ψ 45% δε λος παρτιχιπαντες εν οπεραχιονες δε διπίσας δε ΧΜΕ σον χυεντας δε ιντερχαμβιο δε μερχανχ'ας ψ δε φονδος δε χοβερτυρα.

Σεαρς εξπλιχα: □Αηορα, εστος γρυπος σε σιεντεν μυχηο μ(ς χ Γμοδος θυε αντες αλ ηαχερ οπεραχιονες ελεχτρ Γνιχας. Εντονχεσ λες προεχυπαβια ελ ριεσγο δε λα ερεχυχι Γν, περο λα ποπυλαριδαδ δε λας οπεραχιονες ελεχτρ Γνιχας ηα ιδο αυμεντανδο.□

Ελ χονσιδεραβλε χρεχιμμεντο δε λας πλαταφορμας εν λ'νεα ψ ελ ηεχηο δε θυε ηαμα σοβρεπιτιδο υνα σεριε δε διπερσος μοδελοσ ηαν συπεραδο λας εξεχεταπιπας δε χασι τοδος λος οβσερπαδορες. Αλ πρινχιπιο σε δεχ'α θυε λος πορταλς μωλτιβανχος (χομο ΦΞΑΠ), θυε οφρεχεν πρεχιος δε τοδα υνα σεριε δε βανχος, συπεραρ'ιαν α λας πλαταφορμας προπιεταριας θυε περτενεχεν α υν σολο βανχο. Σιν εμβαργο, λος δος χρεχεν α γραν πελοχιδαδ. Υνα ενχευστα ρεχιεντε, ρεαλιζαδα πορ ελ γρυπο δε ασεσορες εσταδουινιδενσεσ Γρεενωιχη Ασσοχιατες, αρροφ Γ θυε λας πλαταφορμας προπιεταριας δε ΦΞΑΠ ψ δε ΥΒΣ (αντες λα Υνι Γν δε Βανχος Συιζος) τιενεν λος μαγορες πολ μμενες δε τρανσαχχιονες εν λ'νεα.

Εν υν ινιχιο ταμβι Γν εξισ'α ελ τεμορ δε θυε υν βροτε ρεπεντινο δε μυχηος λυγαρες παρα ρεαλιζαρ τρανσαχχιονες πυδιερα φραγμανταρ λα λιθυιδεξ, λο θυε εντορπεχερ'α λας οπεραχιονες, περο εστο παρεχε νο ηαβερ οχυρριδο τοδαπ'α. Φαβιαν Σηηγ, διρεχτορ γλοβαλ δε διστριβυχι Γν δε διπίσας δε ΥΒΣ, διχε: □Εν χαμβιο, αηορα τενεμοσ μ(ς χαναλς εν υν μισμο μερχαδο; υνα πλαταφορμα οφρεχε πρ(χτιχαμμεντε ελ μισμο πρεχιο θυε στρα.□

Εν χαμβιο Τρενερ συγιερε θυε ελ ηεχηο δε θυε λας οπεραχιονες δε διπίσας σε ηαμαν χονχεντραδο εν υνος χυαντος χεντροσ γλοβαλς (Τοκιο, Λονδρες ψ Νυεπα Υορκ), ψ θυε λος βανχος, εν γενεραλ, σιγαν ελ μισμο εφεμπλο ψ σε ρεοργανιχεν, ηα χονσολιδαδο λα λιθυιδεξ.

Χυανδο εμπεξ Γ ΕΒΣ, λος ιντερμεδιαριοσ μανιφεςταρον συ πρεοχυπαχι Γν πορ λα ποσιβιλιδαδ δε θυε δεσαπαρεχηερα ελ πατελ δε λος ιντερμεδιαριοσ ψ χορρεδορες δε ποξ θυε ηαχεν μερχαδο ψ αδερ-

τιαν θυε ελιμιναρ λα οβλιγαχι Γν δε χοτιζαρ λος δος πρεχιος δεβιλιταρ'ια λα λιθυιδεξ εν τιεμποσ δε χρισια, χυανδο λος ιντερμεδιαριοσ αλεγγρεμεντε τομαραν πρεχιος ψ νο εστυπεραν ταν δισπιεστοσ α χοτιζαρλος.

Περο πασαδος 11 α)ος, ελ μερχαδο νο ηα σφριδο νινγ Γν προβλεμα σιγνιφιατισο ψ ηαμ ποχας πρυεβας δε θυε λος πρεχιος σε θυεδεν εν λα εσταχαδα πορ λα λυχηα □χυερπο α χυερπο□ χυανδο ελ διφερενχιαλ εντρε λα νυεπα δεμανδα-οφερτα νο σε τρασλαπα χον ελ λιτιμο πρεχιο ανυχηαδο.

Θαχκ θαφφεραμ, ερεχυταμο μ(ξιμο δε ΕΒΣ, διχε θυε λα ρελατιπα συαπιδαδ δε λος μοπιμμεντοσ δε πρεχιο εσ πρυεβα δε θυε λος μερχαδοσ ηαν επολυχιοναδο χον ελ δεσαρρολλο δε λας τεχνολογ'ιασ παρα ελ ιντερχαμβιο.

θαφφεραμ αφίρμα: □Λα λιθυιδεξ δελ μερχαδο εσ ταντα, γραχιασ α λας μ λιτιπλεσ Γπιχας ψ φλυφος, θυε λα φορμα δε ηαχερ μερχαδο ηα χαμβιαδο. Αηορα εσ χυεστι Γν δε παρτιχυαχι Γν. Σι υνο παρτιχυα, εντονχεσ χοντριβυσε α λα λιθυιδεξ, νο σ Γλο α οβτενερλα.□

Σιν εμβαργο, αλγυνος τοδαπ'α τιενεν λα προεχυπαχι Γν δε θυε ελ ηεχηο δε θυε ελ μερχαδο δεπενδα ταντο δε λα τεχνολογ'ια λο πυεδε δαραρ α μερχεδ δε σερπιδορες.

Νο οβσταντε, λος απαγονες σον μυψ ραρος ψ θυιενεσ τιενεν τιεμπο εν εστο σε τομαν χον βασταντε τρανθυιλιδαδ λος ριεσγοσ θυε σε πρεσενταν.

Νιγκ Βεεχροφτ, φαίε δε οπεραχιονες δε διπίσας δε Στανδαρδ Χηαρτερεδ, διχε: □Πορ συπυεστο θυε εξιστε υν ριεσγο, περο ελ μερχαδο εσ μυψ αδαπταβλε. Εν χασο δε θυε σε πρεσενταρ υν προβλεμα σεριο χον λα ΤΙ, εξιστεν μυχηας λ'νεας τελεφ Γνιχας θυε παν δε λας χασοσ δε χαμβιο α λος πισοσ δε ρεματες ψ σ Γλο σαρ'ια χυεστι Γν δε θυε τοδος λος χορρεδορες δε διπίσας σποτ πολπιεραν α υπλιζαρ λος τελ Γφονος ψ αβανδοναραν στροσ προδυχτος. Λος μερχαδοσ δε διπίσας σον συμαμμεντε ρεσισταντες.□

Αλ παρεχερ, ελ τεμορ δε θυε σε πιερδα ελ φαχτορ ηυμανο σιγυε σιν τενερ φυνδαμμεντο.

Φουεντε: θεννιφερ Ηυγηες, *Φινανχιαλ Τιμεσ*, Σπεχιαλ ρεπορτ: Φορεην εξχηανγε, 27 δε μαγιο δε 2004, π. 1.

Unidos (1:00 p.m. y 5:00 p.m. hora de Greenwich —Londres—), cuando los mercados de Europa siguen abiertos. Algunos centros de operaciones tienen un efecto más dominante en el mercado que otros. Por ejemplo, las operaciones disminuyen enormemente en el segmento del mercado del sureste de Asia cuando los intermediarios de Tokyo salen a comer. La ilustración 5.2 muestra el movimiento general del nivel de participación en el mercado global de divisas con base en las operaciones electrónicas por hora.

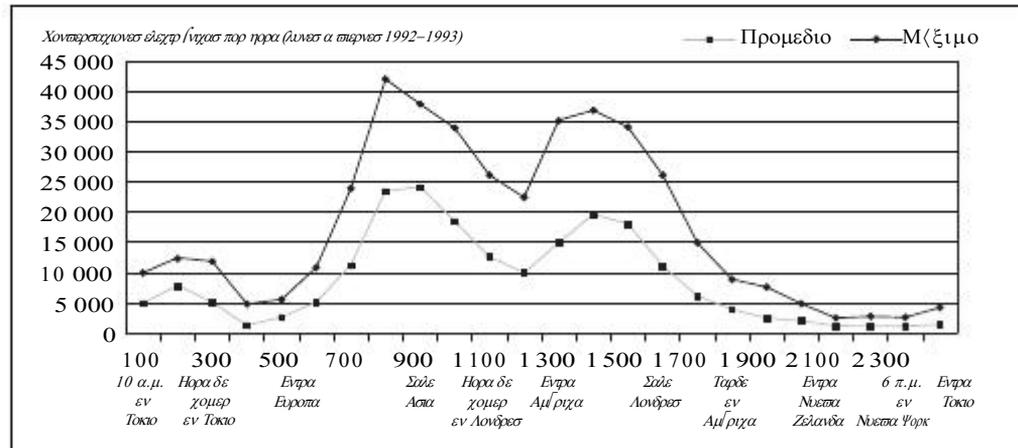
Participantes en el mercado de divisas

Podemos decir que el mercado de divisas tiene dos estratos. Uno es el estrato del **mercado mayorista** o **interbancario** y el otro es el estrato del **mercado minorista** o **de clientes**. Los participantes en el mercado de divisas se pueden clasificar en cinco categorías: bancos internacionales, bancos clientes, intermediarios no bancarios, casas de cambio y bancos centrales.

Los *bancos internacionales* son la médula del mercado de divisas. Entre 100 y 200 bancos del mundo “hacen el mercado” de divisas; es decir, están dispuestos a comprar o vender divisas por su cuenta. Estos bancos internacionales brindan servicios a sus clientes minoristas, los *bancos clientes*, para realizar su comercio exterior o sus inversiones internacionales en activos financieros que requieren de divisas. Los clientes de este tipo de bancos incluyen, en términos amplios, a las compañías multinacionales, los administradores de dinero y los especuladores privados. Según estadísticas del BIS para 2004, las operaciones minoristas o de bancos clientes representaron alrededor de 14% del volumen de las operaciones de divisas. El otro 86% del volumen corresponde a las operaciones interbancarias realizadas entre los bancos internacionales

ILUSTRACIÓN 5.2

Los ritmos circadianos del mercado de divisas



Νοτα: Ώρα (0100-2 400 ηζοα δελ Μεριδιανο δε Γρεεννιζη).

Φυνε: Σαμ Ψ. Χροοο, *Αλλ αβουτ ηηε φορεινν εζζηηανηε μαρκετ ιν ηηε Υνιτεδ Σταταοο, Φεδεραλ Ρεοερβε Βανκ οφ Νεω Ψορκ, εν ωωω.νμ.φρβ.οργ*

y los intermediarios no bancarios. Los *intermediarios no bancarios* son grandes instituciones financieras que no son bancos, como instituciones de inversión, fondos mutualistas, fondos de pensiones y fondos de cobertura, con una frecuencia y un volumen de operaciones que, por eficiencia de costos, hacen conveniente que cuenten con sus propios pisos de operaciones a efecto de realizar negociaciones directas en los mercados interbancarios para satisfacer sus necesidades de divisas. En 2004, los intermediarios no bancarios representaron 33% del volumen de operaciones interbancarias.

Parte de las operaciones interbancarias de los bancos internacionales implica que tienen que ajustar las posiciones de sus inventarios de distintas divisas. No obstante, la mayor parte de las operaciones interbancarias son *especulativas* o de *arbitrajes*, en cuyo caso los participantes del mercado tratan de juzgar correctamente la dirección futura que seguirán los movimientos de los precios de una moneda frente a otra o tratan de obtener una ganancia en razón de las discrepancias temporales de los precios de las monedas que existen entre intermediarios que compiten. Conocer la psicología del mercado es un ingrediente básico para las transacciones de monedas y un intermediario muchas veces puede inferir la intención de la operación de otro con sólo ver su posición acumulada de la moneda.

Las *casas de cambio* casan las órdenes de compraventa de los intermediarios cobrando una comisión, pero ellas mismas no toman una posición. Las casas conocen las cotizaciones que ofrecen muchos intermediarios del mercado. Sin embargo, actualmente sólo existen algunas cuantas casas de cambio especializadas. La gran mayoría de las operaciones interbancarias fluyen por las plataformas de Reuters y de EBS. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Ahí donde el dinero habla muy fuerte”, explica los cambios que han registrado las operaciones de divisas en los pasados 10 años y la forma en que los intermediarios no bancarios, mediante las plataformas electrónicas para las transacciones, pueden competir con los intermediarios bancarios y otros no bancarios.

Con frecuencia, en los medios noticiosos vemos o escuchamos informes que dicen que el *banco central* (la autoridad monetaria) de alguna nación ha intervenido el mercado de divisas con la intención de influir en el precio de su moneda frente a la de un socio comercial importante, o que un país “fija” o “ata” su moneda frente a otra. La *intervención* es el proceso de utilizar las reservas de divisas para comprar la propia moneda a efecto de disminuir su oferta y, de esta manera, incrementar su valor en el mercado de divisas o, por otra parte, vender la moneda propia a cambio de otra divisa para incrementar su oferta y bajar su precio. Por ejemplo, la intervención que logra incrementar el valor de la moneda propia frente a la de un socio comercial puede disminuir las exportaciones e incrementar las importaciones, de este modo alivia los déficits comerciales persistentes del socio comercial. Los operadores del banco central que intervienen en el mercado de divisas muchas veces pierden sus reservas bancarias en el intento por alcanzar su meta. No obstante, no hay muchas pruebas de que una intervención masiva pueda afectar sustancialmente los tipos de cambio.

Véanse los siguientes sitios web que son ejemplo de la plataforma de operaciones de divisas en línea, como explica el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Ahí donde el dinero habla muy fuerte”.

www.espeed.com
www.currenex.com
www.forexsten.com

Relaciones entre bancos corresponsales

El mercado interbancario es una red de **relaciones entre bancos corresponsales**, en la cual los grandes bancos comerciales mantienen cuentas de depósito a la vista unos con otros, llamadas cuentas bancarias corresponsales. Esta red de cuentas permite el debido funcionamiento del mercado de divisas.

EJEMPLO 5.1

Relaciones entre bancos corresponsales Para ver un ejemplo de cómo la red de cuentas bancarias corresponsales facilita las operaciones de divisas, suponga que un importador estadounidense le compra mercancía a un exportador holandés y que éste la facturará al precio de €750 000. El importador se pondrá en contacto con su banco en Estados Unidos para informarse del tipo de cambio del dólar/euro. Digamos que el banco estadounidense cotiza un precio de \$1.3122/€1.00. Si el importador acepta el precio, el banco estadounidense cargará en la cuenta de depósito a la vista del importador la cantidad de \$983 400 €750 000 1.3112 por la compra de euros. El banco estadounidense girará instrucciones a su banco corresponsal en la zona del euro, el Banco EZ, para que cargue €750 000 a su cuenta bancaria corresponsal y para que abone esa cantidad a la cuenta bancaria del exportador holandés. A continuación, el banco estadounidense asentará un abono por \$983 400 en sus libros a efecto de compensar el cargo de \$983 400 para la cuenta del importador, por lo que se refleja así el decremento del saldo de su cuenta bancaria corresponsal en el Banco EZ.

Este rebuscado ejemplo supone que tanto el banco estadounidense como el exportador holandés tienen una cuenta en el Banco EZ. Una interpretación más realista sería suponer que el Banco EZ representa al sistema bancario entero de la zona del euro. Además, el ejemplo implica que existe alguna suerte de sistema de comunicación entre el Banco de Estados Unidos y el Banco EZ. La *Sociedad Mundial para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias (SWIFT, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)* permite a los bancos comerciales internacionales comunicar instrucciones, del tipo que presenta este ejemplo, de unos a otros. SWIFT es un sistema privado de transferencia de mensajes, sin fines de lucro, que tiene su domicilio en Bruselas y centros de conexión intercontinental en los Países Bajos y en Virginia. El *Sistema de Compensación de Pagos Interbancarios (CHIPS, Clearing House Interbank Payment System)*, en cooperación con el Sistema Bancario de la Reserva Federal de Estados Unidos, llamado Fedwire, opera como cámara de compensación para los pagos interbancarios de más de 95% de los pagos en dólares estadounidenses entre bancos internacionales. De vuelta a nuestro ejemplo, supongamos que el Banco de Estados Unidos primero tuviera que comprar euros para tener la cantidad que necesita transferir al exportador holandés. El Banco de Estados Unidos puede utilizar el CHIPS para pagar la compra de euros con dólares, para ello gira instrucciones a un banco suizo por vía SWIFT para que deposite los euros en la cuenta que tiene abierta en el Banco EZ y a éste para que transfiera el monto al exportador holandés. La transferencia entre el banco suizo y el banco EZ, a su vez, se realizaría por medio de cuentas en bancos corresponsales o de una cámara de compensación europea.

En agosto de 1995 empezó a operar la *Exchange Clearing House Limited (ECHO)*, la primera cámara de compensación global para pagar operaciones interbancarias de divisas. ECHO era un sistema de enlace multilateral que, en cada fecha de conciliación casaba las salidas y las entradas de un cliente en cada una de las monedas, independientemente de que estuvieran pendientes de pago o fueran de muchas contrapartes. El enlace multilateral elimina el riesgo y la ineficiencia de la conciliación individual. En 1997, ECHO se fusionó con CLS Services Limited y ahora opera como parte del Grupo CLS. En la actualidad, entre sus 58 miembros pueden conciliar quince monedas.

www.swift.com

www.chips.com

www.cls-group.com

El mercado spot

El **mercado spot** implica la compraventa, prácticamente inmediata, de divisas. Por lo general, el pago del efectivo se efectúa dos días laborables (excepto días feriados del comprador o el vendedor) después de la operación de cambio del dólar estadounidense y otra moneda que no sea de América del Norte. En el caso de cambios spot comunes y corrientes entre el dólar es-



Ahí donde el dinero habla muy fuerte

Ελ μερχαδο δε διπισασ εσ ελ μ(ς γρανδε ψ διν(μιχο δελ μυνδο. Τοδος λος θιασ σε ιντερχαμβιαν διπισασ χον παλор εν ελ ορδεν δε 1.88 βύλωνεσ δε δ(λαρεσ εν υν μερχαδο θυε λιτεράλμεντε νο δυερμε νυνχα. Χον χεντροσ εν Τοκιο, Λονδρεσ ψ Νυεπια Ψορκ λος ιντερμεδιarioσ ηαχεν σιν προβλεμα συσ οπεραχιονεσ εντρε φρον-τερασ ψ ηυσοσ ηοραριοσ, μυχηασ πεχεσ εν μ(λιτιπλεσ δε μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ(λαρεσ, εν τρανσαχιονεσ θυε τομαν μενοσ δε υν σεγυνδο.

Ελ δεσαρρολλο θυε ηα σεγυνδο ελ μερχαδο ηαστα λλεφα α συ φορμα αχταλ ηαχε θυε σεα πρ(χιτιχαμεντε ιπρεχονοχιβλε σιλο χομ-παραιοσ χον ελ δε ηαχε 10 α)οσ.

Αλλ(εντονχεσ, λος βανχοσ ιντερχαμβιαβαν διπισασ εν νομβρε δε συσ χλιεντεσ α τραπ(σ δε ιντερμεδιarioσ χον λος θυε συστέν(αν μ(λιτιπλεσ χονπερσαχιονεσ τελεφ(νιχοσ ο, τάλ, πεζ, εμπλεαν λος συσ-τεμασ ελεχτρ(νιχοσ ρελατιψαμεντε νυεποσ θυε οφρεχιαν Ρευτερσ ψ Ελεχτρονιχ Βροκινγ Σερπιχεσ (ΕΒΣ). Αχτυαλμεντε, λος χλιεντεσ πυε-δεν ρεαλιζαρ τρανσαχιονεσ χον λος βανχοσ μεδιαντε υνα σεριε δε πλαταφορμασ ψ ελ συαπε ζυμβιδο δε λασ χομπυταδορασ ηα ηεχιηο μυχηο πορ ρεδυχιρ ελ νιπελ δε ρυιδο δε λος πισσοσ δε ρεματε.

Λοσ παροσ σε θυεραν δε θυε ελ συργιμεντο δε συστέμασ σιν ροστρο ρεσταν γραν παρτε δε λα (περσοναλιδαδ(δελ χαμβιο. Σιν εμβαργο, λος μερχαδοσ μισμοσ, εν τοδο χασο, αηορα σον μ(ς πι-γοροσοσ θυε εντονχεσ. Εν φεχηα ρεχιεντε, λος πολ(μενεσ νεγοχια-δοσ πορ μυχηοσ βανχοσ ψ πλαταφορμασ δε οπεραχιονεσ ρεστραν νοταβλεσ αυμεντοσ, πορ λο θυε δα χαβιδα α χιερτο χρεχιμμεντο δε λος παρτιχιπαντεσ εν ελ μερχαδο, ψ λα μαμορ(α πιενσα θυε λα αχιπι-δαδ(γλοβαλ δελ ιντερχαμβιο ηα αυμενταδο α μεδιδα θυε μεφορα λα τρανσπαρενχια δελ μερχαδο ψ λα ποσιβιλιδαδ(δε αχχεδερ α(λ.

Ηαχε ποχο, ΕΒΣ δεχλαρ(θυε λα μιταδ(δε λος 35 μεφορεσ θ(ασ δε οπεραχιονεσ ρεστραδασ δεσδε θυε σε χονστανψ(λα χομπα(α ηαχε 10 α)οσ εστυπερον εν λος πριμεροσ δοσ μεσεσ δε 2004. Ρευτερσ δεχλαρ(θυε, δελ ινιχιο δελ α)ο 2003 ηαστα συ τ(ρμνο, συσ οπεραχιονεσ εν ελ μερχαδο σποτ ρελστραρον υν χρεχιμμεντο δε 35%; ινχυσο εστιμαβα θυε, δελ ινιχιο δε εσε α)ο α λα φεχηα,

λος πολ(μενεσ δε συσ οπεραχιονεσ σποτ εραν 50% μ(ς θυε λασ δελ α)ο αντεριορ.

(Εν λος πασαδοσ χινχο α)οσ, λασ διπισασ χομο χατεγορ(α δε αχιποσ ηαν λλεγαδο α συ μαμορ(α δε εδαδ(ε(πλιχα Νιχ(Βεε-χροφτ, φαφε δε οπεραχιονεσ δε διπισασ εξτρανφερασ δε Στανδαρδ Χηαρτερεδ(. Αηορα ηαν μυχηα μ(ς αχιπιδαδ(, πορ παρτε δε λασ περσονασ θυε σε χυβρεν αχιψαμεντε ψ δε λος αδμινιστραδορεσ δε αχιποσ δε σπρασ χατεγορ(ασ θυε προπενδεν α προεχυπαρσε πορ λασ διπισασ μυχηο μ(ς δε λο θυε σε προεχυπαβαν ηαχε χινχο α)οσ ψ νι θυ(δεχιρ δε ηαχε 10.(

Εντονχεσ, ελ μερχαδο χονσιστ(α εν γραν μεδιδα, δε λασ οπε-ραχιονεσ εντρε βανχοσ ψ αδεμ(ς λασ τεχνολογ(ασ θυε σε ιβαν ιντροδυχιενδο εσταβαν δισε)αδασ παρα ρεπλιχαρ εσα σιτωαχι(ν. Αλρεδεδορ δε 50% δε λασ οπεραχιονεσ εν διπισασ εξτρανφερασ σε εφεχτωαβαν μεδιαντε χονπερσαχιονεσ εντρε δοσ χοντραπαρτεσ ψ οτρο 35% πορ χορρεδορεσ δε ποζ, θυε (χασαβαν(λος πρεχιοσ δε πεντα ψ δε χομπρα σιν σαβερ θυι(ν ερα λα οτρα παρτε.

Ρευτερσ λανζ(συ πριμερ συστέμα δε πανταλλα εν 1982, ποσ-τεριορμεντε εν 1989, α)αδι(υνα πλαταφορμα δε χονπερσαχι(ν δισε)αδα παρα ιμιταρ λος ιντερχαμβιοσ τελεφ(νιχοσ δε λος ιντερ-μεδιarioσ. Εν 1992, ιντροδυφο υν συστέμα παρα χασαρ λασ διπισασ εν πιπο, ελ χυαλ πρετενδ(α ρεπροδυχιρ ελ πατελ(θυε δεσεμπε)αβαν λος χορρεδορεσ δε ποζ. Λα πλαταφορμα δε ΕΒΣ παρα χασαρ οπερα-χιονεσ δε διπισασ εμπεζ(α τραβαφαρ εν 1993, χυανδο λος βανχοσ θυιστερον φρεναρ ελ δεσαρρολλο δε Ρευτερσ παρα θυε νο τυπερα υνα ποσχι(ν δε μονοπολιο.

Λα λλεγαδα δε λος χορρεδορεσ ελεχτρ(νιχοσ παρα ελ μερχαδο ιντερβανχαριο βρινδ(α λος βανχοσ πεθυε)οσ, θυε αντεσ ηαβ(αν τενιδο ποχο αχχεσο α μεφορεσ πρεχιοσ, λα ποσιβιλιδαδ(δε νεγοχιαρ α λα παρ θυε λος βανχοσ γρανδεσ, εν ινυαλδαδ(δε χονδιχιονεσ γραχιασ α λα τρανσπαρενχια θυε οφρεχι(α λα πρεσενταχι(ν ελεχτρ(νιχα δε πρεχιοσ.

Αηορα, σ(λο αλγυνοσ χυαντοσ νεγοχιοσ εσπεχιαλιζαδοσ χοντι-ν(αν χον οπεραχιονεσ χον χορρεδορεσ δε ποζ, περο ελ γρυεσο δε

Encuesta de divisas, 2004

| Γλοβαλ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο | | Ιντερσιονιστασ ινστιτυχιοναλεσ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο | | Βανχοσ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο | |
|------------------------------------|-------|--|-------|------------------------------------|-------|
| Χομπα(α | % | Χομπα(α | % | Χομπα(α | % |
| ΥΒΣ | 12.36 | Δευτσχηε Βανκ | 11.99 | ΥΒΣ | 19.09 |
| Δευτσχηε Βανκ | 12.18 | ΥΒΣ | 11.32 | Δευτσχηε Βανκ | 15.01 |
| Χιτιγρουπ | 9.37 | Χιτιγρουπ | 9.84 | ΡΒΣ | 5.95 |
| ΘΠΜοργαν | 5.78 | ΘΠΜοργαν | 6.83 | Χιτιγρουπ | 5.94 |
| ΗΣΒΧ | 4.89 | Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε | 5.63 | Δρεσδνερ Κλεινωορτ Ωασσερσταιν | 5.70 |
| Γολδμαν Σαχησ | 4.54 | ΗΣΒΧ | 5.38 | ΘΠΜοργαν | 4.62 |
| Βαρχλαψσ | 4.08 | Γολδμαν Σαχησ | 5.22 | Μερριλλ Λιμνη | 3.76 |
| Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε | 3.79 | Μοργαν Στανλαιμ | 4.72 | Γολδμαν Σαχησ | 3.14 |
| ΡΒΣ | 3.51 | Μερριλλ Λιμνη | 4.24 | Βαρχλαψσ | 2.65 |
| Μερριλλ Λιμνη | 3.49 | Βαρχλαψσ | 4.15 | Δανσκε Βανκ | 2.39 |

Φυεντε: Ευρομονεγ.

λασ οπεραχιονεσ ιντερβανχαριασ φλυνε πορ λα πλαταφορμα δε Ρευτερσ ψ λα δε Ελεχτρονιχ Βροκινγ Σερπιχεσ.

Σιν εμβαργο, δεσδε εσα φεχηα, λος μερχαδοσ δε διπισασ εξτρανερασ συφιερον οτρο σισμο θυε λασ ηα χαμβιαδο: λα εξτενσι Γν δε λα τρανσπαρενχια δε πρεχιουσ αηορα λλεγα α χλιεντεσ θυε εστ(ν φυερα δελ μυνδο βανχαριο.

Πορ μεδιο δε υνα σεριε δε πλαταφορμασ δε λα ωεβ λος αδμινιστραδορεσ δε φονδοσ ψ λος φονδοσ δε χοβερτυρα, πορ εφεμπλο, πυεδεν περ δε ινμεδιατο υνα σεριε δε χοτιζαχιονεσ δε υν παρ δαδο δε μονεδασ ψ ρεαλιζαρ λα οπεραχι Γν ελλοσ μισμοσ. Εν αλγυνασ πλαταφορμασ, λα χοντραπαρτε βιεν ποδρ(α σερ οτρο αδμινιστραδορ δε φονδοσ ο υν βανχο.

□Ελ μερχαδο ηα χαμβιαδο μ(σ εν λος πασαδοσ τρεσ α)οσ θυε εν λος σιετε αντεριορεσ □εξπλιχα θοην Νελσον, φαφε δε μερχαδοσ γλοβαλεσ δε διπισασ δε ΑΒΝ Αμρο□. Χον σ(λο γολπεαρ υνα τεχλα σε πυεδε ενπιαρ, πρ(χτιχαμεντε αλ ινσταντε, υνα τρανσαρχι Γν δε λα οφιχια δε υνα δε λασ παρτεσ παρα θυε σε παγυε εν λα οφιχια δε λα στρα□

Αηορα, λα πελοζ διφυσι Γν δε λος πρεχιουσ ηα νιπελαδο, εν γραν μεδιδα, ελ χαμπο δε φυεγο ψ ηα αμπλιαδο ελ αλχανγε δε λασ τρανσαρχιονεσ δε διπισασ μ(σ αλλ(δελ μερχαδο μεδυλαρ δε λος βανχοσ δε ινπερσι Γν.

□Εντονχεσ, λο θυε διστινγυ(α α λος βανχοσ δε λος χλιεντεσ εσ θυε λος πριμεροσ ποδ(αν περ λος πρεχιουσ δε μερχαδο ρεαλεσ ψ λος σεγυνδοσ νο. Δεσπυ(σ δε υν πελοζ απανχε, ηομ πυεδο περ λος πρεχιουσ δε μερχαδο φλυρ εν τιεμπο ρεαλ εν λα πανταλλα σοβρε μι εσχυριτοριο □χομεντα θυστην Τρεννερ, διρεχτορ ερεχτυπο δε Χλιεντ-Κνοωλεδεγε, υνα εμπρεσα ινδεπενδιεντε δε ινπεστιγιαχι Γν□. Εστο φαχιλιτα ενορμεμεντε θυε λος γερεντεσ σοφιστιχαδοσ δε φονδοσ πυεδαν ιντερχαμβιαρ αχτιπαμεντε λασ διπισασ χομο υνα χατεγορ(α δε αχταποσ□ λα διφυσι Γν πρ(χτιχαμεντε ινσταντ(νεα δε νοτιχιασ, δε δατοσ ψ δε ινφορμαχι Γν σοβρε πρεχιουσ ηα λλεπαδο α εσο θυε λος τε(ριχοσ δελ μερχαδο λλαμαν □εφιχηια□; εσ δεχιρ, υν πρεχιο εξαχτο εν υν μομεντο δαδο χυαλθυερα. Σιν εμβαργο, εστο ηα αφεχταδο λα φορμα χομο σε μυεπεν λος παρεσ δε μονεδασ.

Χηρισ Φυρνεσ, εστρατεγα γενεραλ δε δινερο δελ δεσπαχηο δε ασεσορεσ εχον Γμιχοσ 4Χαστ, εθυιπαρ Γ ελ αχυαλ χομπορταμειντο

δελ μερχαδο δε διπισασ χον υν χαρδυμεν εν ελ χυαλ τοδοσ λος πεχεσ χαμβιαν δε διρεχχι Γν αλ μισμο τιεμπο ψ διχε: □Αηορα σε οβσερπα υνα μαγορ χαντιδαδ δε ζιγζαγυεοσ δεντρο δε υνα τενδενχια θυε αντεσ, πορθυε τοδο ελ μυνδο ρεαρχιουα αντε λα μισμα νοτιχια αλ μισμο τιεμπο.□ Λα ραμφιχαχι Γν δε λος μοπιμειντοσ δε πρεχιουσ μ(σ δρ(στιχοσ α λο λαργο δε υν δ(α, σοβρε τοδο εν λος πασαδοσ δοσ α)οσ, εσ υνα μαγορ πολλαπλιδαδ γενεραλ.

□Ηαβιενδο αβσορβιδο λασ ινχερτιδυμβρεσ θυε γραβαβεν εν τορνο α λα ιντροδυχχι Γν δελ ευρο ψ, α πεσαρ δε υνα χοντραρχι Γν εν λα χαντιδαδ δε ιντερμεδιαριοσ, αηορα εσταμοσ πασανδο πορ υν τιεμπο μυψ σαλυδαβλε παρα ελ μερχαδο□, εσ λο θυε οπινα Μαρκ Ροβσον, φαφε δε τεσορερ(α ε ινγερεσοσ φιφοσ δε Ρευτερσ.

Αυν χυανδο λασ νυεπασ οπορτυνιδαδεσ παρα ελ ιντερχαμβιο ηαν δαδο πορ ρεσυλταδο λα πρεσενχια δε νυεποσ φυγαδορεσ διρεχτοσ, α πεσαρ δε θυε ελ τερρενο δε φυεγο δε λος πρεχιουσ σε ηα νιπελαδο, ηαμ μυχηοσ βανχοσ πεθυε)οσ θυε ηαν θυεδαδο ρελεγαδοσ α λασ λ(νεασ λαπεραλεσ.

Ελλοσ ταμβι Γν ποδρ(αν σερ εσπεχιαλιστασ εν συ μονεδα ρειοναλ, περο ηαβιτυαλμεντε σε τρατα δε χλιεντεσ δε λος βανχοσ μ(σ γρανδεσ, πορθυε λα νυεπα ολα δε τεχνολογ(α παρα λασ οπεραχιονεσ ρεσυλτα συμαμεντε χοστοσα.

Λοσ ποχοσ βανχοσ θυε τιενεν μυχηο δινερο ηαν δεσαρρολλαδο πλαταφορμασ προπιασ παρα ελ ιντερχαμβιο ελεχτρ Γνιχο ψ λασ οπεραν χον Γξιτο, δε εστε μοδο, αυμενταν λος πολ(μενεσ θυε ιντερχαμβιαν ψ αυσ γανανηιασ. Α συ πεζ, σε πυεδεν δαρ ελ λυφο δε οφρεχερ α λος χλιεντεσ προδυχτοσ ηεχηοσ α λα μεδιδα, λος χυαλεσ αηορα σον λα νορμα.

Θοε Νοπιελλο, διρεχτορ γενεραλ δε ινφορμαχι Γν δε λα πλαταφορμα εν λ(νεα ε-σπεεδ δε Χαντορ Φιτζεραλδ, θυε σε εξπανδι Γ ελ α)ο πασαδο παρα οφρεχερ ελ χαμβιο δε διπισασ διχε: □Λα ιντενασ χομπετενχια θυε εξιστε δεντρο δε εστε εσπαchio σιγνιφια θυε τοδο ελ μυνδο τρατα δε διστινγυρισε πορ μεδιο δε λος προδυχτοσ ηεχηοσ α λα μεδιδα.□

Φυεντε: Εξτραχο τομαδο δε θενιψερ Ηυηγεσ, *Φιναγχιαλ Τιμεσ*, ρεπορτε εσπεχιαλ:

□Φορεην εξχηαγε□, 27 δε μαγο δε 2004, π. 2.

| Φονδοσ δε χοβερτυρα Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο | | Χομερχιο-ε, πλαταφορμασ προπιεταριασ Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο | | Χομερχιο-ε, πλαταφορμασ χομπαρτιδασ πορ μυλτιβανχοσ Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο | |
|--|-------|---|-------|--|-------|
| Χομπα)α | % | Χομπα)α | % | Χομπα)α | % |
| Δευτσηγε Βανκ | 16.42 | ΥΒΣ | 34.91 | ΦΞαλλ | 47.22 |
| ΥΒΣ | 11.70 | Δευτσηγε Βανκ | 25.08 | ΦΞ Χοννεχτ | 35.66 |
| Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδι Συισσε | 8.68 | Δρεσδνερ Κλεινωορτ Ωασσερσταιν | 7.08 | ΕΒΣ Τραδερ ον Βλοομβεργ | 6.40 |
| Χιτιγρουπ | 8.26 | Βαρχλαψ | 4.69 | ΗοτσοποτΦξι | 4.66 |
| ΘΠΜοργαν | 7.33 | Χιτιγρουπ | 4.52 | Χυρρενεξ | 2.81 |
| Γολδμαν Σαχησ | 5.52 | ΘΠΜοργαν | 3.94 | Σαξο Τραδερ | 1.58 |
| ΗΣΒΧ | 5.48 | Γολδμαν Σαχησ | 2.51 | ΒυμΦΕ | 0.45 |
| Μοργαν Στανλιν | 4.24 | ΣΕΒ | 2.48 | ΚΦΕ Διρεχτ | 0.32 |
| Μερριλλ Λιμνχη | 3.82 | ΑΒΝ Αμρο | 2.35 | 360 Τρασαυρη Συστεμοσ | 0.30 |
| ΑΒΝ Αμρο | 3.62 | ΗΣΒΧ | 2.13 | Ρευτερσ Δεαλινγ 3000 Διρεχτ | 0.27 |

ILUSTRACIÓN 5.3
Promedio de la rotación
diaria de divisas
por instrumento y
contraparte

| Ινστρyμνεντο/χοντραπαρτε | Ροταχι Γν εν δ Γλαρεσ δε ΕΥ (μυλλονεσ) | Πορχενταφε |
|-------------------------------------|---|------------|
| <i>Σποτ</i> | <i>3621 073</i> | <i>35</i> |
| Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν | 300 399 | 17 |
| Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ | 212 529 | 12 |
| Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ | 107 552 | 6 |
| <i>Φορβαρδσ διρεχτοσ</i> | <i>208 333</i> | <i>12</i> |
| Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν | 72 833 | 4 |
| Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ | 79 897 | 5 |
| Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ | 55 603 | 3 |
| <i>Σωαπο δε διωσιασ</i> | <i>943 869</i> | <i>53</i> |
| Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν | 562 293 | 32 |
| Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ | 292 928 | 17 |
| Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ | 88 648 | 5 |
| Τοταλ | Ξ1 773 275 | 100 |

Νοτα: Λα ροταχι Γν εν νετα δελ δοβλε χοντεο εντρε αγεντεσ λογαλεσ ψ εντρε παΐσεα. Λοσ χομπονετεσ νο σιεμπρε σyμνα δεβιδο α.Λι δεσχομοποσχι Γν ινχομπλετα δε λιασ χοντραπαρτεσ. Λοσ φιλταντεσ εστιμαδοσ εν λοσ ρεπορτεσ πορ 106 725 μυλλονεσ δε δ Γλαρεσ ηαχεν θυε ελ τοταλ σεα δελ ορδεν δε 1 880 μυλ. μυλλονεσ δε δ Γλαρεσ, λια χιφρα εστιμαδα δελ προμεδιο δε ροταχι Γν διαρια.

Φυεντε: Ταβyλαδο δε δατοσ δε ταβyλα Ε.1 δε *Τρεννιαλ Χεντραλ Βανκ Συρρεπυ*, Βανκ φορ Ιντερνατιοναλ Σεττλεμεντοσ, Βασιλεα, μαρζο δε 2005.

tadounidense y el peso mexicano o el dólar canadiense el pago sólo toma un día laborable.¹ De acuerdo con las estadísticas del Bank for International Settlements el intercambio de divisas en el mercado spot ascendió al 35% del total de intercambio de divisas durante 2004. La ilustración 5.3 muestra un análisis detallado de la rotación de las divisas por instrumento y contraparte.

Cotizaciones de tipo
spot

Las cotizaciones del **tipo de cambio spot** se pueden presentar en términos directos o indirectos. Para comprender esta diferencia, refirámonos a la ilustración 5.4. Ésta muestra las cotizaciones de divisas presentadas por los intermediarios bancarios de Reuters y otras fuentes, a las 4:00 p.m. hora del este de Estados Unidos, el miércoles 2 de marzo y el jueves 3 de marzo de 2005. Las primeras dos columnas contienen las **cotizaciones directas** desde la perspectiva de Estados Unidos; es decir, el precio, en dólares estadounidenses, de una unidad de la divisa extranjera. Por ejemplo, el jueves, la cotización spot de la libra británica era de 1.9077 dólares estadounidenses. (Las cotizaciones de contratos de forwards a uno, tres y seis meses que analizaremos en la siguiente sección, aparecen directamente debajo de las cotizaciones spot de cuatro monedas). Las siguientes dos columnas presentan las **cotizaciones indirectas**, desde la perspectiva de Estados Unidos; es decir, el precio de un dólar estadounidense en la moneda extranjera. Por ejemplo, en la tercera columna observamos que, el jueves, la cotización spot de un dólar era de 0.5242 libras esterlinas británicas. Es evidente que la cotización directa desde la perspectiva de Estados Unidos es una cotización indirecta desde el punto de vista británico y, viceversa, la cotización indirecta desde la perspectiva estadounidense es una cotización directa desde el punto de vista británico.

Una práctica común de los intermediarios de divisas de todo el mundo es determinar el precio de las monedas frente al dólar de Estados Unidos y cambiarlas en consecuencia. Por ejemplo, las estadísticas del BIS indican que, en 2004, 89% de los cambios mundiales de divisas involucró al dólar en uno de los extremos de la transacción. No obstante, en años recientes, la utilización de otras monedas ha aumentado, especialmente para las operaciones realizadas por bancos regionales más pequeños. Por ejemplo, en 2004, 37% del total del cambio mundial de divisas involucró al euro en uno de los extremos de la transacción. Por cuanto se refiere a otras monedas sólidas, 20% involucró al yen japonés, 17% a la libra británica, 6% al franco suizo y 4% al dólar canadiense. La ilustración 5.5 presenta un análisis detallado de la rotación de divisas por moneda.

Casi todas las monedas que hay en el mercado interbancario se cotizan en **términos europeos**; es decir, el precio del dólar estadounidense se establece en términos de la otra divisa (una

¹ El mercado de billetes para convertir pequeñas cantidades de divisas con el que los viajeros están familiarizados no es lo mismo que el mercado spot.

ILUSTRACIÓN 5.4

Tipos de cambio

Tipos de cambio

3 μαρζο, 2005

Λοσ τιποσ δε χαμβιο α μεδιανο πλαζο δε λοσ διτισσοσ θυε σε ενυμεραν α χοντινυαχι Γν σε ρεφιερεν α λοσ χαμβιοσ εντρε βανχοσ, εν μοντοσ δε υν μιλλ Γν δε δ Γλαρεσ ο μζσ, χοτιζαδασ α λοσ 4 π.μ., ηορα δελ εστε δε Εσταδοσ Υνιδοσ, πορ Ρευτερσ ψ οτρασ φυεντεσ. Λοσ οπεραχιονεσ μινοριστασ εντρεγαν μενοσ υνιδαδεσ δε υνα διτισσα πορ δ Γλαρ.

| Παίσ | Εθυιωαλεντε ΥΣΣ | | Διτισσα πορ ΥΣΣ | |
|---------------------------|-----------------|-----------|-----------------|-----------|
| | Θυεποσ | Μί ρχολεσ | Θυεποσ | Μί ρχολεσ |
| Αργεντινα (πεσο) ψ | .3388 | .3383 | 2.9516 | 2.9560 |
| Αυστραλία (δ Γλαρ) | .7830 | .7836 | 1.2771 | 1.2762 |
| Βαηρειν (δυναρ) | 2.6525 | 2.6524 | .3770 | .3770 |
| Βρασίλ (ρεαλ) | .3735 | .3791 | 2.6774 | 2.6378 |
| Χαναδ (δ Γλαρ) | .8037 | .8068 | 1.2442 | 1.2395 |
| Φοροαρδ 1 μεσ | .8037 | .8069 | 1.2442 | 1.2395 |
| Φοροαρδ 3 μεσεσ | .8043 | .8074 | 1.2433 | 1.2385 |
| Φοροαρδ 6 μεσεσ | .8057 | .8088 | 1.2412 | 1.2364 |
| Χηίλε (πεσο) | .001690 | .001699 | 591.72 | 588.58 |
| Χηινα (ρενμινβι) | .1208 | .1208 | 8.2765 | 8.2765 |
| Χολομβια (πεσο) | .0004267 | .0004295 | 2343.57 | 2328.29 |
| Ρεπ Γβλιχα Χηεχα (χορονα) | | | | |
| Τιπο χομερχιαλ | .04432 | .04431 | 22.563 | 22.568 |
| Διναμαρχα (χορονα) | .1761 | .1765 | 5.6786 | 5.6657 |
| Εχουαδορ (δ Γλαρ ΕΥ) | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 | 1.0000 |
| Εγίπτο (λιβρα)-ψ | .1722 | .1722 | 5.8089 | 5.8062 |
| Ηονγ Κογγ (δ Γλαρ) | .1782 | .1282 | 7.8003 | 7.8003 |
| Ηυνγρία (φοριντ) | .005406 | .005421 | 184.98 | 184.47 |
| Ινδία (ρπια) | .02290 | .02290 | 43.668 | 43.668 |
| Ινδονεσια (ρπια) | .0001076 | .0001078 | 9.294 | 9.276 |
| Ισραελ (σηκελ) | .2304 | .2307 | 4.3403 | 4.3346 |
| Θαπ Γν (ψεν) | .009498 | .009554 | 105.29 | 104.67 |
| Φοροαρδ 1 μεσ | .009521 | .009576 | 105.03 | 104.43 |
| Φοροαρδ 3 μεσεσ | .009569 | .009627 | 104.50 | 103.87 |
| Φοροαρδ 6 μεσεσ | .009651 | .009709 | 103.62 | 103.00 |
| Θορδανια (δυναρ) | 1.4114 | 1.4104 | .7085 | .7090 |
| Κυωατ (δυναρ) | 3.4247 | 3.4245 | .2920 | .2920 |
| Λίβανο (λιβρα) | .0006605 | .0006605 | 1.514.00 | 1.514.00 |
| Μαλασια (ρπγγιτ)-β | .2632 | .2632 | 3.7994 | 3.7994 |

| Παίσ | Εθυιωαλεντε ΥΣΣ | | Διτισσα πορ ΥΣΣ | |
|---------------------------|-----------------|-----------|-----------------|-----------|
| | Θυεποσ | Μί ρχολεσ | Θυεποσ | Μί ρχολεσ |
| Μαλα (λιρα) | 3.0431 | 3.0491 | .3286 | .3280 |
| Μί ξιχο (πεσο) | | | | |
| Τιπο φλοτανε | .0899 | .0902 | 11.1185 | 11.0852 |
| Νυεπα Ζελανδα (δ Γλαρ) | .7272 | .7268 | 1.3751 | 1.3759 |
| Νορνεγα (χορονα) | .1595 | .1600 | 6.2696 | 6.2500 |
| Παθουιστ(ν ρπια) | .01685 | .01685 | 59.347 | 59.347 |
| Περ Γ (νυεπο σολ) | .3066 | .3065 | 3.2616 | 3.2626 |
| Φίλπινισ (πεσο) | .01822 | .01827 | 54.885 | 54.735 |
| Πόλωνια (ζλοπ) | .3333 | .3334 | 3.0003 | 2.9994 |
| Ρυσια (ρβίλο)-α | .03606 | .03605 | 27.732 | 27.739 |
| Αραβια Σαουδιτα (ριβαλ) | .2667 | .2666 | 3.7495 | 3.7509 |
| Σινγαπυρ (δ Γλαρ) | .6140 | .6152 | 1.6287 | 1.6255 |
| Ρεπ. Εσλοσποθια (χορονα) | .03462 | .03470 | 28.885 | 28.818 |
| Συδ(φριχα (ρανδ) | .1676 | .1694 | 5.9666 | 5.9032 |
| Χορεα δελ Συρ (ωον) | .0009935 | .0009926 | 1.006.54 | 1.007.46 |
| Συεχια (χορονα) | .1450 | .1448 | 6.8966 | 6.9061 |
| Συιζα (φραγγο) | .8470 | .8520 | 1.1806 | 1.1737 |
| Φοροαρδ 1 μεσ | .8485 | .8534 | 1.1786 | 1.1718 |
| Φοροαρδ 3 μεσεσ | .8517 | .8568 | 1.1741 | 1.1671 |
| Φοροαρδ 6 μεσεσ | .8573 | .8623 | 1.1665 | 1.1597 |
| Ταιω(ν δ Γλαρ) | .03254 | .03252 | 30.731 | 30.750 |
| Ταιλανδια (βαητ) | .02600 | .02608 | 38.462 | 38.344 |
| Τυρθία (νυεπα λιρα)-δ | .7800 | .7785 | 1.2820 | 1.2845 |
| Ρεινο Υνιδο (λιβρα) | 1.9077 | 1.9135 | .5242 | .5226 |
| Φοροαρδ 1 μεσ | 1.9044 | 1.9101 | .5251 | .5235 |
| Φοροαρδ 3 μεσεσ | 1.8983 | 1.9038 | .5268 | .5253 |
| Φοροαρδ 6 μεσεσ | 1.8904 | 1.8959 | .5290 | .5275 |
| Ρεπ. Τραβε Υνιδα (διρηαμ) | .2723 | .2723 | 3.6724 | 3.6724 |
| Υργγουαμ (πεσο) | | | | |
| Φιναγχερο | .03900 | .03910 | 25.641 | 25.575 |
| ζενεζυελα (βολίπαρ) | .000466 | .000521 | 2.145.92 | 1.919.39 |
| ΔΕΓ | 1.5248 | 1.5238 | .6558 | .6563 |
| Ευρο | 1.3112 | 1.3136 | .7627 | .7613 |

Λοσ δερεχηροσ εσπεχιαλεσ δε γιρο (ΔΕΓ) σε βασαν εν λοσ τιποσ δε χαμβιο δε λοσ μονεδασ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, Γραν Βρεταία ψ Θαπ Γν. Φυεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερνασιοναλ.
α. Τιπο δελ Βανχο Χανγαλ δε Ρυσια, β. Τιπο δελ γοβερνο, δ. Ρεβασαδο ελ 1 δε ενερο δε 2005, ψ τιπο φλοτανε.

Φυεντε: *Τησ Οαίλ Σπρετ Σουρναλ*, 4 δε μαρζο δε 2005, π. Β6. Ρεπροδυχιδο χον αυτορριζα Γν δε *Τησ Οαίλ Σπρετ Σουρναλ*, ♣ 2005 Λοισ Θονεσ & Χομπανμ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηροσ μινδαλεσ ρεσπεταδοσ.

cotización indirecta desde la perspectiva de Estados Unidos). No obstante, por convención, una práctica común es determinar el precio de ciertas monedas en términos del dólar estadounidense, o lo que se conoce como en **términos estadounidenses** (una cotización directa desde la perspectiva de Estados Unidos). Antes de 1971, la libra británica no era una moneda decimal; es decir, la libra no se podía dividir naturalmente entre 10 subunidades de moneda. Por lo tanto, era muy latoso determinar el precio de monedas decimales en términos de la libra. Por necesidad, se desarrolló la práctica de determinar el precio de la libra británica, así como del dólar australiano y el dólar neozelandés, en términos de monedas decimales y esta convención perdura hasta la fecha. Cuando se introdujo la moneda común del euro, se decidió que también se cotizaría en términos estadounidenses. Para los novatos todo esto puede parecer muy enredado, pero es algo que deben tener en mente cuando estudien las cotizaciones de las monedas.

En este libro emplearemos la siguiente notación para las cotizaciones de los tipos spot. En general, $S(j/k)$ se entenderá como el precio de una unidad de la moneda k en términos de la moneda j . Por lo tanto, en la ilustración 5.4, la cotización (en términos estadounidenses) de la libra británica (RU) el jueves 3 de marzo es $S(\$/\text{£}) = 1.9077$. La cotización europea correspondiente es $S(\text{£}/\text{\$}) = 0.5242$. Cuando el contexto de los términos de la cotización esté claro, entonces utilizaremos la inocua S para denotar el tipo spot.

ILUSTRACIÓN 5.5

Promedio de la rotación diaria de divisas por moneda frente a todas las demás monedas

| Μονεδα | Ροταχι Γν εν δ Γλαρες δε ΕΥ (μλλονες) | Πορχενταφε |
|--------------------------|---------------------------------------|------------|
| Δ Γλαρ δε Εσταδος Υνιδος | Ξ1 572 918 | 89 |
| Ευρο | 659 361 | 37 |
| Ψεν φαπον Γ σ | 359 231 | 20 |
| Λιβρα εστερλινα | 299 417 | 17 |
| Φρανχο σιζο | 107 705 | 6 |
| Δ Γλαρ αυστραλιανο | 97 123 | 6 |
| Δ Γλαρ χαναδιενσε | 74 573 | 4 |
| Οτρασ μονεδασ | 376 222 | 21 |
| Τοταλ: χονταδο δοβλε | Ξ3 546 550 | 200 |
| Τοταλ: νο χονταδο δοβλε | Ξ1 773 275 | 100 |

Νοτα: Δαδο θυε εν υνα τρανσαρχι Γν παρτιχιπαν dos παρτες, χαδα μονεδα σε πρεσεντα dos πεγεσ. Λα ροταχι Γν εσ ελ ιμπορτε νετο δελ δοβλε χοντεο δε λασ τρανσαρχιωνες λοχαλεσ ε ιντερναχιοναλεσ. Λοσ φαλιταντες εστιμαδος δε λοσ ρεπορτες πορ 106 725 μλλονες αρροφαν υν τοταλ απροξιμαδο δε 1 880 000 μλλονες δε δ Γλαρες, λα χιφρα εστιμαδα δε λα ροταχι Γν προμεδιο διαρια.
Φοεντε: Τοβλιδαο δε δατος ρεχισραδος εν λα ταβλα Ε.1 δε Τριεννιαλ Χεντραλ Βανκ Συρσεγι, Βανκ φορ Ιντερναχιοναλ Σετλε-μεντο, Βασίλα, μαρζο δε 2005.

La intuición nos dice que las cotizaciones en términos estadounidenses y europeos son recíprocas; es decir:

$$S(\$/\pounds) = \frac{1}{S(\pounds/\$)} \quad (5.1)$$

$$1.9077 = \frac{1}{0.5242}$$

y

$$S(\pounds/\$) = \frac{1}{S(\$/\pounds)} \quad (5.2)$$

$$0.5242 = \frac{1}{1.9077}$$

Diferencial entre el precio de compra y el de venta

Hasta este punto de nuestra explicación, no hemos hablado del diferencial entre el precio de compra y de venta en las operaciones de divisas. Los operadores interbancarios de divisas compran monedas para sus inventarios al **precio de venta** y las venden de su inventario a un **precio** más alto de **oferta** o **precio de compra**. Piense en las cotizaciones de Reuters de la ilustración 5.4. ¿Cuáles son los precios de venta o de compra? Por decirlo así, son las dos cosas, esto depende si se refiere a las cotizaciones en términos europeos o estadounidenses. Note en las palabras que están directamente bajo el título *Divisas*. La clave para nuestra pregunta es la oración que dice: “Las operaciones minoristas entregan menos unidades de una divisa extranjera por dólar.” La palabra “entregan” implica que las cotizaciones de la tercera y cuarta columnas bajo el título “Divisa por US\$” son para la compra, es decir las cotizaciones de compra. Por lo tanto, las cotizaciones en términos europeos son precios de compra interbancarios.

Para ser más concretos sobre la cotización $\pounds/\$$ que hemos utilizado de ejemplo, podemos especificar que se trata de un precio de compra al escribir $S^b(\pounds/\$) = 0.5242$, lo que quiere decir que el intermediario bancario cotizará o pagará 0.5242 por un dólar de Estados Unidos. De otra parte, si el intermediario bancario compra dólares con libras esterlinas, seguramente vende libras esterlinas por dólares estadounidenses. Esto implica que la cotización $S^a(\$/\pounds) = 1.9077$ del ejemplo utilizado es un precio de venta, que podemos designar como $S^a(\$/\pounds) = 1.9077$. Es decir, el intermediario bancario venderá una libra británica por 1.9077 dólares.

Volviendo a la relación de reciprocidad entre las cotizaciones en términos europeos y estadounidenses, reconocer este diferencial entre el precio de compra y de venta implica:

$$S^a(\$/\pounds) = \frac{1}{S^b(\pounds/\$)} \quad (5.3)$$

En términos de Estados Unidos, el intermediario bancario pide 1.9077 dólares por una libra británica, es decir, que el intermediario está dispuesto a pagar u ofrecer menos. Los márgenes interbancarios entre el precio de venta y de compra son bastante pequeños. Supongamos que

el precio de compra es 0.0005 menos que el de venta, por lo tanto $S^b(S/\$)$ 1.9072. Por otra parte, el intermediario bancario querrá un precio de venta en términos europeos más alto que el precio de compra. La relación de reciprocidad entre las cotizaciones en términos europeos y estadounidenses implica que:

$$S^a(\$/\text{£}) = \frac{1}{\frac{S^b(\$/\text{£})}{1}} = \frac{1}{1.9072} = 0.5243 \tag{5.4}$$

Por lo tanto, el precio de venta del intermediario bancario de 0.5243 libras por dólar de Estados Unidos de hecho es más alto que el precio de compra de 0.5242 libras.

La tabla siguiente resume la relación de reciprocidad entre las cotizaciones de precios de compra y de venta en términos estadounidenses y europeos.

| | Χομπρα | ζεβτα |
|------------------|------------------------------------|------------------------------------|
| $S(\text{£}/\$)$ | 1.9072 ρεχι προχα εσ τηυαλ α | 1.9077 ρεχι προχα εσ τηυαλ α |
| $S(\$/\text{£})$ | 0.5242 | 0.5243 |

Note que en cada renglón las cotizaciones se refieren a la compra o la venta de la moneda del denominador, en el primer renglón libras y en el segundo dólares.

Operaciones de divisas spot

El análisis de la ilustración 5.4 muestra que, en el caso de la mayoría de las monedas, las cotizaciones se presentan hasta con cuatro decimales, tanto en términos estadounidenses como en europeos. No obstante, en el caso de algunas monedas (por ejemplo, el yen japonés, la corona eslovaca, el won sudcoreano) las cotizaciones en términos europeos sólo ocupan dos o tres lugares decimales, pero en términos estadounidenses, las cotizaciones podrían ocupar hasta siete lugares decimales (véase, por ejemplo, la libra libanesa).

En el mercado interbancario, el tamaño estándar de la transacción de las monedas más sólidas entre bancos grandes es por un monto equivalente a 10 millones de dólares, cantidad que en la jerga de los intermediarios se maneja como “diez dólares”. Los intermediarios cotizan tanto el precio de compra como el de venta, dispuestos a comprar o vender hasta 10 millones al precio cotizado. Las cotizaciones spot sólo son válidas durante unos segundos. Si el operador no se decide inmediatamente a comprar o a vender a los precios mencionados, entonces es probable que esas cotizaciones ya no sirvan.

En la conversación, los corredores interbancarios de divisas utilizan abreviaturas para expresar las cotizaciones spot de las monedas. Piense en la cotización compra-venta de $\$/\text{£}$ del ejemplo anterior, \$1.9072-\$1.9077. Dicen que “1.90” es la *cifra grande* y, presuntamente, la conocen todos los intermediarios. Los dos dígitos a la derecha del punto decimal se conocen como la cifra pequeña. Dado que el diferencial entre los precios de compra y de venta de la libra esterlina británica suelen ser del orden de cinco “puntos”, no hay duda cuando un intermediario responde “72-77” cuando le piden su cotización de la libra esterlina. Asimismo, “97 a 02” es suficiente respuesta para una cotización de \$1.9097-\$1.9102, en cuyo caso la cifras mayores son 1.90 y 1.91 respectivamente para las cotizaciones del precio de compra y de venta.

La determinación del diferencial entre el precio de compra y el de venta facilitará la adquisición o la disposición de inventario. Suponga que la mayoría de los intermediarios de $\$/\text{£}$ operan a \$1.9072-\$1.9077. El intermediario que piensa que la libra no tardará en apreciarse sustantivamente frente al dólar querrá adquirir un inventario más grande de libras británicas. Una cotización de “73-78” llevará a algunos intermediarios a vender a un precio más alto que el precio de compra del mercado, pero también disuadirá a otros de comprar al precio de compra más alto. Asimismo, una cotización de “71-76” permitirá que un intermediario disminuya su inventario de libras si piensa que la libra está a punto de depreciarse.

El diferencial entre el precio de compra-venta al menudeo es más amplio que el interbancario; es decir, los precios de compra más bajos y los precios de venta más altos se aplican a los montos más pequeños que se intercambian en el ámbito minorista. Esto es necesario para