

Cobertura con derivados

Según la ilustración 10.7, determinamos que cuando la exposición neta del euro era 2 101 000, una depreciación de 1.000/\$1.00 a 1.1786/\$1.00 crearía una pérdida en papel del capital de los accionistas por un monto equivalente a \$127 377. Según el reporte revisado de la exposición por conversión que muestra la ilustración 10.10, la misma depreciación del euro dará por resultado una pérdida de capital de \$110 704, que es un monto bastante considerable. (El cálculo de este monto debe ser un ejercicio que desarrolle el lector.) Si uno quiere, un producto derivado, como un contrato de forwards, se puede utilizar para tratar de cubrir esta posible pérdida. Utilizamos la palabra “tratar” porque como se demostrará con el ejemplo siguiente, al utilizar una **cobertura con derivados** para controlar una exposición por conversión en realidad lo que implica es una especulación respecto a las variaciones de los tipos de cambio.

EJEMPLO 10.1

Cubrir la exposición por conversión mediante un contrato de forwards. Para analizar cómo podemos utilizar un contrato de forwards para cubrir la posible pérdida de \$110 704 de capital por la conversión, supongamos que el tipo del forward que coincide con la fecha de la consolidación es €1.1393/\$1.00. Si prevemos que el tipo spot esperado en la fecha de la consolidación será de €1.1786/\$1.00, una venta de forwards por €3 782 468 “cubrirá” el riesgo:

Posible pérdida por la traducción	
$F(\text{reporte/funcional})$	Esperada [$S(\text{reporte/funcional})$]
posición del contrato de forwards en la moneda funcional,	
$\$110\,704$	
$1/(\text{€}1.1393/\text{\$}1.00)$	$1/(\text{€}1.1786/\text{\$}1.00)$
	$\text{€}3\,782\,468$

La compra de €3 782 468 al precio spot esperado costará \$3 209 289. La entrega de €3 782 468 al tenor del contrato de forwards producirá \$3 319 993 con una ganancia de \$110 704. Si todo sale conforme a lo esperado, la utilidad de \$110 704 de la cobertura de los forwards compensará la pérdida de capital derivada del ajuste por conversión. Sin embargo, observe que la cobertura no dará cierto resultado debido al monto de la posición de forwards con base en el tipo spot esperado a futuro. Por lo tanto, la posición de forwards tomada en euros es, de hecho, una posición especulativa. Si el tipo spot realizado resulta ser inferior a €1.1393/\$1.000, el resultado será una pérdida derivada de la posición de forwards. Es más, el procedimiento de la cobertura viola la hipótesis de que el tipo forward es el indicador no sesgado del mercado del tipo spot futuro.

En 1998, se emitió la directriz FASB 133, la cual establece las normas para la contabilidad y los reportes de los instrumentos derivados. Según esta directriz, las pérdidas o ganancias de un derivado designado como cobertura de la exposición cambiaria de una inversión neta en una operación extranjera es reportado como parte de los ajustes acumulados por conversión. Por lo tanto, como en el ejemplo 10.2, si todo sale conforme a lo esperado, la ganancia de la cobertura con el derivado compensará totalmente la pérdida por la conversión, dando por resultado un ajuste acumulado por conversión igual a cero.

Exposición por conversión frente a la exposición de la operación

Como señalamos, una depreciación no cubierta del euro dará por resultado una pérdida de capital. No obstante, esta pérdida sólo sería en el papel. No tendría un efecto directo en los flujos de efectivo de la moneda del reporte. Es más, sólo tendría un efecto realizable en la inversión neta en la CMN si los activos de la filial fueran vendidos o liquidados. No obstante, como vimos en el capítulo 9, la depreciación de la moneda local, en algunas circunstancias, podría tener un efecto favorable en las operaciones. Por ejemplo, una depreciación de la moneda puede permitir que la filial eleve el precio de venta debido a que los precios de los bienes importados de la competencia ahora son relativamente más elevados. Si los costos no aumentan de forma

proporcional y si la demanda de unidades permanece igual, entonces la filial realizaría una utilidad de operación como resultado de la depreciación de la moneda. Los administradores se deberían preocupar por temas sustantivos como el anterior, porque dan por resultado cambios realizables en la utilidad de operación.

Ανάλυση εμπύρικο του αμβίο του FASB 8 αλ FASB 52

Garlicki, Fabozzi y Fonfeder (1987) probaron empύρικαμiente una muestra de varias CMN para determinar si hubo variaciones en el valor cuando se requirió a las compañías que pasaran de la FASB 8 a la FASB 52. La FASB 8 requiere que se reconozcan las pérdidas o las ganancias de la conversión inmediatamente en la utilidad neta. El FASB 52 requiere reconocer las pérdidas o ganancias de la conversión en la cuenta de ajustes acumulados por conversión en el balance general. Por lo tanto, una variación en el proceso de conversión tuvo un efecto en las utilidades reportadas. “No obstante el impacto del cambio [...] en las utilidades retenidas, el flujo de efectivo real de las multinacionales no se vería afectado *si los administradores no tomaran decisiones subóptimas con base en consideraciones contables, en lugar de económicas, con el boletín 8*. En estas circunstancias, el cambio requerido [...] no debería cambiar el valor de la empresa.”⁷

Los investigadores comprobaron su hipótesis con respecto de la variación del valor en la fecha inicial del borrador de la exposición y en la fecha de adopción del FASB 52. Encontraron que no hubo una reacción positiva significativa al cambio o en el cambio percibido en el proceso de conversión de las monedas extranjeras. Los resultados sugieren que los agentes del mercado no reaccionan a cambios cosméticos en las utilidades que no afectan el valor. Otros investigadores han obtenido resultados similares cuando investigan otros cambios contables que sólo tuvieron un efecto cosmético en las utilidades. Los resultados de Garlicki, Fabozzi y Fonfeder también subrayan la futilidad al tratar de administrar las pérdidas y las ganancias de la conversión.

RESUMEN

En este capítulo hemos explicado la índole y la administración de la exposición de la conversión. Ésta se refiere al efecto que una variación inesperada en los tipos de cambio tendrá en los informes financieros consolidados de una CMN.

1. Los cuatro métodos reconocidos para consolidar los informes financieros de una CMN incluyen el método circulante/no circulante, el método monetario/no monetario, el método temporal y el método del tipo de cambio corriente.
2. Se presentó un ejemplo que compara y señala las diferencias de los cuatro métodos para la conversión, con el supuesto de que la moneda extranjera se había apreciado y depreciado. Se señaló que con el método del tipo de cambio corriente las pérdidas o ganancias debidas al ajuste por conversión no afectan los flujos de efectivo reportados, como lo hace en el caso de los otros tres métodos de conversión.
3. Se explicó el viejo método de traducción requerido por el Financial Accounting Standards Board, el boletín FASB 8, y se comparó con el proceso requerido en el presente, el boletín FASB 52.
4. Al implementar la FASB 52, la moneda funcional de la entidad extranjera debe ser convertida a la moneda de reporte en el que se presentan los estados consolidados. La moneda local de una entidad extranjera no siempre será su moneda funcional. Cuando no lo es, el método temporal de conversión se utiliza para remediar los libros de la entidad en el exterior en la moneda funcional. El método del tipo de cambio corriente se utiliza para convertir

⁷ Garlicki, Fabozzi y Fonfeder (1987)

la moneda funcional a la del reporte. En algunos casos, la moneda funcional de la entidad extranjera puede ser la misma que la del reporte, en cuyo caso no es necesaria la conversión.

5. En la ilustración 10.4 se resumieron los métodos para la conversión de monedas extranjeras utilizados en otros países desarrollados importantes. Se muestra que en la práctica se utilizan una gran variedad de métodos.
6. Se presentó la aplicación de un caso para ilustrar el proceso de conversión del balance general de una compañía matriz propietaria de dos filiales extranjeras, según el FASB 52. Se realizó con el supuesto de que los tipos de cambio no habían variado desde la constitución de las compañías y, de nueva cuenta, después de una supuesta variación, para demostrar con mayor detalle los efectos de la consolidación del balance general, al tenor del FASB 52. Cuando existe una exposición neta por la conversión, es necesario tener una cuenta de ajuste acumulado por conversión para equilibrar el balance general consolidado después de una variación en los tipos de cambio.
7. Se presentaron dos formas de control del riesgo de la conversión: una cobertura con balance general y una “cobertura” con derivados. Dado que la exposición de la conversión no tiene un efecto inmediato directo en los flujos de efectivo de operaciones, su control carece de importancia, relativamente, en comparación con la exposición de la transacción, la cual implica posibles pérdidas reales del flujo de efectivo. Así pues, generalmente no es posible eliminar la exposición de la conversión y la de la transacción, es más lógico manejar de manera efectiva la exposición de la transacción, incluso a expensas de la exposición de la conversión.

TÉRMINOS CLAVE

ajuste acumulado por conversión (AAC), 246	informe de la exposición por conversión, 254	método monetario/no momentario, 245
cobertura con derivados, 258	método circulante/no circulante, 245	método temporal, 245
cobertura del balance general, 257	método del tipo de cambio corriente, 246	moneda del reporte, 248
exposición por conversión, 244		moneda funcional, 248

CUESTIONARIO

1. Explique la diferencia que existe en el proceso de conversión entre el método monetario/no monetario y el método temporal.
2. ¿Cómo se tiene un manejo diferenciado respecto de las pérdidas y ganancias de la conversión de acuerdo con el método del tipo de cambio corriente en comparación con los otros tres métodos?; es decir, el método circulante/no circulante, el método monetario/no monetario y el método temporal.
3. Identifique algunas circunstancias según el boletín FASB 52 en la cual la moneda funcional de la entidad extranjera sería la misma que la moneda de la compañía matriz.
4. Describa el proceso de remediación y conversión según el boletín FASB 52 de una filial enteramente propiedad de su matriz que lleva sus libros en la moneda local del país en el cual opera y que no es la misma que su moneda funcional.
5. En general es imposible eliminar del todo la exposición de la conversión y de la transacción. En algunos casos, cuando se elimina una exposición la otra también es eliminada. Sin embargo, en otros casos, la eliminación de una exposición de hecho crea la otra. Analice cuál de las exposiciones sería más importante manejar en caso de que hubiera un conflicto entre la posibilidad de controlar las dos. Asimismo, explique y critique los métodos habituales para controlar la exposición por conversión.

PROBLEMAS

1. Suponga que el boletín FASB 8 sigue vigente, en lugar del FASB 52. Prepare un informe de la exposición por conversión de Centralia Corporation y sus filiales que sea la contraparte de la ilustración 10.7 de este libro. Centralia y sus filiales llevan sus inventarios y activos fijos en libros a valores históricos.
2. Suponga que el boletín FASB 8 sigue vigente, en lugar del FASB 52. Prepare un balance general consolidado de Centralia Corporation y sus filiales después de una depreciación del euro de 1.1000/\$1.00 a 1.1786/\$1.00 que sea la contraparte de la ilustración 10.8 de este libro. Centralia y sus filiales llevan sus inventarios y activos fijos en libros a valores históricos.
3. En el ejemplo 10.2, se utilizó un contrato de forwards a efecto de establecer una “cobertura” con derivados para proteger a Centralia contra una pérdida por conversión si el euro se depreciara de 1.1000/\$1.00 a 1.1786/\$1.00. Suponga que una opción *put* sobre el mostrador del euro con un precio de ejercicio de 1.1393/\$1.00 (o \$0.8777/1.00) se puede comprar por \$0.0088 por euro. Demuestre cómo se puede cubrir una posible pérdida por conversión mediante un contrato de opciones.

EJERCICIOS DE INTERNET



Ford Motor Company fabrica y vende vehículos automotores en todo el mundo. Dadas sus operaciones mundiales la empresa está expuesta a todos los tipos de riesgo cambiario. Su sitio web es www.ford.com. Vaya a este sitio web y acceda a su informe anual para 2003. Recorra el informe hasta encontrar la sección “información cuantitativa y cualitativa sobre el riesgo de mercado” en la página 62. En las subsecciones tituladas “Mercado de automotores y riesgo de las contrapartes” y “Riesgo cambiario” es una explicación de la forma en que Ford utiliza el análisis de utilidades en riesgo (*earning at risk*, EAR) para evaluar su exposición cambiaria a efecto de cubrirse. Observe en la explicación que Ford cubre la exposición económica y la de la transacción, pero no la exposición por conversión. Esto concuerda con la explicación del capítulo que dice que el proceso de la conversión no tiene un efecto directo en los flujos de efectivo de la moneda del reporte, sólo tendrá un efecto realizable en la inversión neta sobre la venta o la liquidación de los activos expuestos.

MINICASO

Sundance Sporting Goods, Inc.

Συνδανχε Σπορτινγ Γοοδς, Ινχ. εσ υν φαβριχαντε εσταδουνιδενσε δε αρτι|χυλος δεπορτιπος δε πριμερα χαλιδαδ, σοβρε τοδο δε εθυιπο παρα γολφ, τενισ ψ οτρος δεπορτες δε ραθυετα, ασ|χομο δε δεπορτες δε χ|σπεδ □χομο ελ χροθουετ ψ ελ βαδμιντον□, θυε τιενε συσ οφχινας αδμινισ-τρατιπασ ψ συσ ινσταλαχιονεσ φαβρλεσ εν Χηιχαγο, Ιλλινοια. Συνδανχε εσ προπιεταρια τοταλ δε δοσ φιλιαλεσ μανυφαχτυρερασ, υνα εν Μ|ξιχο ψ λα οτρα εν Χαναδ|. Λα φιλιαλ μεξιχανα τιενε συ δομηχι-λιο εν λα χυδαδ δε Μ|ξιχο ψ χυβρε τοδα Αμ|ριχα Λατινα. Λα φιλιαλ χαναδιενσε τιενε συ δομηχιλιο εν Τοροντο ψ σ|λο χυβρε Χαναδ|. Λασ δοσ φιλιαλεσ λλεπαν συσ λιβροσ εν συ μονεδα λοχαλ, θυε ταμβι|ν εσ λα μονεδα φονχιοναλ δε λα φιλιαλ. Λασ τιποσ δε χαμβιο χορριεντες σον: ∃1.00 ΔΧ1.25 Πσ 3.30 Α1.00 ∞105 Ω800. Λασ βαλανχεσ γενεραλεσ νο χονσολιδαδοσ δε Συνδανχε ψ συσ δοσ φιλιαλεσ απαρεχεν εν λα ταβλα θυε πρεσενταμοσ α χοντινυαχι |ν.

Υστεδ ηα εμπεζαδο α τραβαφαρ εν λα διπσι |ν ιντερναχιοναλ δε λα Τεσορερ|α δε Συνδανχε, ηαχε σεις μεσεσ, δεσπυ|σ δε δεδιχαρ δοσ αλοσ οβτενερ συ γραδο δε μαεστρ|α εν αδμινιστρα-χι |ν. Ελ τεσορερο δε λα χομπα|α λε ηα πεδιδο θυε πρεπαρε υν ινφορμε εν ελ θυε αναλιχε τοδοσ λοσ ασπεχτοσ δε λα εξποσιχι |ν πορ χονπερσι |ν θυε αφροντα Συνδανχε χομο ΧΜΝ. Ταμβι|ν λε ηα πεδιδο θυε, εν συ αν|λισις, αβορδε λα ρελαχι |ν εντρε λα εξποσιχι |ν δε λα εμπρεσα πορ λα χονπερσι |ν ψ πορ λα τρασσαχι |ν. Δεσπυ|σ δε ηαχερ υν προν |στιχο δε λοσ τιποσ δε χαμβιο σποτ α φυτυρο, υστεδ δεχιδε θυε δεβε δεσεμπε)αρ λασ σιγυιεντες ταρεασ αντες δε εσχιριβιρ υν ινφορμε σενσατο.

- α) Μεδιαντε λος τιπος δε χαμβιο αχπαλες ψ λος βαλανχεσ γενεραλεσ νο χονσολιδαδοσ δε Συνδανχε ψ συσ φιλιαλεσ, πρεπαρε υν βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο δε λα ΧΜΝ δε αχχερδο αλ βολετιν ΦΑΣΒ 52.
- α) ι) Πρεπαρε υν ινφορμε δε λα εξποσιχι Γν πορ χονπερσι Γν δε Συνδανχε Σπορτινγ Γοοδοσ, Ινχ. ψ δε συσ δοσ φιλιαλεσ.
- ιι) Μεδιαντε ελ ινφορμε δε λα εξποσιχι Γν πορ χονπερσι Γν θυε ηα πρεπαραδο, δετερμινε σι υνα παριαχι Γν δε λος τιπος δε χαμβιο εν αθελλασ μονεδασ εν λασ θυε λα χομπα)α τιενε υνα εξποσιχι Γν χαμβιαρια δαρ(ν πορ ρεσουλταδο υν δεσεθυλιβριο εν λασ μονεδασ δελ ρεπορτε. Συ προν Γσσιχο εσ θυε λος τιπος δε χαμβιο παριαχ(ν δε $\Xi 1.00$ ΔΧ1.25 Πσ3.30 Α1.00 $\infty 105$ Ω 800 α $\Xi 1.00$ ΔΧ1.30 Πσ3.30 Α1.03 $\infty 105$ Ω800.
- χ) Πρεπαρε οτρο βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο δε λα ΧΜΝ χον λος τιπος δε χαμβιο θυε υστεδ εσπερα παρα ελ φυτρο. Δετερμινε χ Γμο υν δεσεθυλιβριο εν λασ μονεδασ δελ ρεπορτε αφεχατρ(ν εν υνεπο βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο δε λα ΧΜΝ.
- δ) ι) Πρεπαρε υν ινφορμε δε λα εξποσιχι Γν πορ χονπερσι Γν δε Συνδανχε ψ συσ φιλιαλεσ. Δετερμινε σι λασ εξποσιχιονεσ δε λασ τρανσαχχιονεσ ταμβι Γν σον εξποσιχιονεσ πορ χονπερσι Γν.
- ιι) Ινπεστιγυε λο θυε Συνδανχε ψ συσ φιλιαλεσ πυεδεν ηαχερ παρα χοντρολαρ συσ εξποσιχιονεσ δε λασ τρανσαχχιονεσ ψ δε λα χονπερσι Γν. Δετερμινε σι δεβεργ)α χυβριρ αλγυνα δε λασ εξποσιχιονεσ πορ χονπερσι Γν.

Balance general no consolidado de Sundance Sporting Goods, Inc. su filial mexicana y su filial canadiense, al 31 de diciembre de 2005 (en miles de unidades monetarias)

	Συνδανχε Ινχ. (Ματριζ)	Φιλιαλ μεξιχανα	Φιλιαλ χαναδιενσε
Αχπαο			
Εφεχπαο	$\Xi 1\ 500$	Πσ 1 420	ΔΧ 1 200
Χυεντασ πορ χοβραρ	2 500 ^α	2 800 ^ε	1 500 ^θ
Ινπενταριο	5 000	6 200	2 500
Ινπερσι Γν εν φιλιαλ μεξιχανα	2 400 ^β	□	□
Ινπερσι Γν εν φιλιαλ χαναδιενσε	3 600 ^ζ	□	□
Αχπαο φιφο νετο	12 000	11 200	5 600
Τοταλ δε αχπαο	$\Xi 27\ 000$	Πσ 21 620	ΔΧ10 800
Πασιω ψ χαπααλ νετο			
Χυεντασ πορ παγαρ	$\Xi 3\ 000$	Πσ 2 500	ΔΧ 1 700
Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	4 000 ^δ	4 200	2 300
Δευδα α λαργο πλαζο	9 000	7 000	2 300
Χαπααλ σογιαλ	5 000	4 500 ^β	2 900 ^ζ
Υτιλιδαδεσ ρετενιδασ	6 000	3 420 ^β	1 600 ^ζ
Τοταλ πασιω ψ χαπααλ	$\Xi 27\ 000$	Πσ 21 620	ΔΧ10 800

^α Λα φιλιαλ μεξιχανα λε δεβε Πσ1 320 000 α λα χομπα)α ματριζ. Εστε μοντο εστ(ινχλιδο εν λασ χυεντασ πορ χοβραρ δε λα ματριζ χομο $\Xi 400\ 000$, χονπερτιδοσ α Πσ $\Xi 3.30/\Xi 1.00$. Λασ χυεντασ πορ χοβραρ (παγαρ) ρεσταντεσ δε λα ματριζ (φιλιαλ μεξιχανα) εστ(ν δενομιναδοσ εν δ)λαρεσ (πεσοσ).

^β Λα φιλιαλ μεξιχανα εσ χομπλεταμεντε προπεδαδ δε λα χομπα)α ματριζ. Εσ λλεπαδα εν λος λιβροσ δε λα ματριζ χομο $\Xi 2\ 400\ 000$. Εστο ρεπρεσεντα λα συμα δελ χαπααλ σογιαλ (Πσ4 500 000) ψ λασ υτιλιδαδεσ ρετενιδασ (Πσ3 420 000) εν λος λιβροσ δε λα φιλιαλ μεξιχανα, χονπερτιδοσ α Πσ3.3/Ξ1.00.

^γ Λα φιλιαλ χαναδιενσε εσ πορ χομπλετο προπεδαδ δε λα χομπα)α ματριζ. Εσ λλεπαδα εν λος λιβροσ δε λα ματριζ χομο $\Xi 3\ 600\ 000$. Εστο ρεπρεσεντα λα συμα δελ χαπααλ σογιαλ (ΔΧ2 900 000) ψ λασ υτιλιδαδεσ ρετενιδασ (ΔΧ1 600 000) εν λος λιβροσ δε λα φιλιαλ χαναδιενσε, χονπερτιδοσ α ΔΧ1.25/Ξ1.00.

^δ Λα χομπα)α ματριζ τιενε δοχυμεντοσ πενδιεντεσ δε παγο πορ $\infty 126\ 000\ 000$ θυε δεβε α υν βανχο φαπονΓσ. Εστε μοντο εσ λλεπαδο εν λιβροσ δε λα ματριζ χομο $\Xi 1\ 200\ 000$, χονπερτιδοσ α $\infty 105/\Xi 1.00$. Λοσ οτροσ δοχυμεντοσ πορ παγαρ σε δενομιναν εν δ)λαρεσ εσταδουνιενσεσ.

^ε Λα φιλιαλ μεξιχανα ηα πενδιδο α χυεντα μερχανχ)α πορ Α120 000 α υν ιμπορταδορ αργεντινο. Εστε μοντο εσ λλεπαδο εν λος λιβροσ δε λα φιλιαλ μεξιχανα χομο Πσ396 000, χονπερτιδοσ α Α1.00/Πσ3.30. Λασ οτρασ χυεντασ πορ χοβραρ σε δενομιναν εν πεσοσ μεξιχανοσ.

^θ Λα φιλιαλ χαναδιενσε ηα πενδιδο α χυεντα μερχανχ)α πορ Ω192 000 000 α υνα ιμπορταδορ χορεανο. Εστε μοντο εσ λλεπαδο εν λιβροσ δε λα φιλιαλ χαναδιενσε χομο ΔΧ300 000, χονπερτιδοσ α Ω800/ΔΧ1.25. Λασ οτρασ χυεντασ πορ χοβραρ εστ(ν δενομιναδοσ εν δ)λαρεσ χαναδιενσεσ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Arpan, J.S. y L. Radenbauch, *International accounting and multinational enterprises*, 2a. ed., Wiley, Nueva York, 1985.
- Coopers & Lybrand, *Foreign currency translation and hedging* ———, Nueva York, febrero de 1994.
- Financial Accounting Standards Board, *Accounting for the translation of foreign currency transactions and foreign currency financial statements, statement of financial accounting standards*, núm. 8, FASB, Stamford, CT, octubre de 1975.
- , *Foreign currency translation, statement of financial accounting standards*, núm. 52, FASB, Stamford, CT, diciembre de 1981.
- , “Summary of statement núm. 133”, www.fasb.org
- Garlicki, T. Dessa, Frank J. Fabozzi y Robert Fonfeder, “The impact of earnings under FASB 52 on equity returns”, *Financial Management*, núm. 16, 1987, pp. 36-44.
- Haried, Andrew, A., Leroy F. Imdieke y Ralph E. Smith, *Advanced accounting*, 6a. ed., Wiley, Nueva York, 1994.
- Marshall, Andrew P., “Foreign exchange risk management in UK., USA., and Asia pacific multinational companies”, *Journal of Multinational Financial Management*, núm. 10, 2000, pp. 185-211.
- Napolitano, Gabrielle, *International accounting standards: a primer*, Goldman, Sachs & Co., Nueva York, 24 de noviembre de 1993.

CUARTA PARTE

ESQUEMA DE LA SECCION

- 11 Banca internacional y mercado de dinero**
- 12 Mercado internacional de bonos**
- 13 Mercados internacionales de acciones**
- 14 Tasa de interés y swaps de divisas**
- 15 Inversión en el portafolio internacional**

Mercados e instituciones financieras mundiales

En la CUARTA PARTE se ofrece un amplio análisis sobre las instituciones, activos y mercados financieros internacionales, así como de las herramientas necesarias para administrar las fluctuaciones cambiarias.

En el CAPÍTULO 11 se realiza una distinción de las operaciones de la banca internacional y las de los bancos nacionales, con el examen de las diferencias institucionales de varios tipos de oficinas de la banca internacional. Estas instituciones y sus clientes constituyen el mercado de la euromoneda y el núcleo del mercado mundial de dinero.

En el CAPÍTULO 12 se diferencian los bonos internacionales de los eurobonos, ya que ambos constituyen el mercado internacional de bonos. Asimismo, se exponen las ventajas de obtener fondos internacionales en lugar de hacerlo a nivel nacional. En el capítulo se incluyen las clases principales de bonos internacionales.

En tanto que, en el CAPÍTULO 13, se trata sobre los mercados internacionales de acciones. Empieza con datos estadísticos sobre su tamaño en los países desarrollados y en vía de desarrollo. Describimos varios métodos para negociar las acciones especulativas en los mercados secundarios. Se describen las ventajas de ofrecer cotizaciones cruzadas en más de un país.

El CAPÍTULO 14 contiene el estudio sobre la tasa de interés y los swaps de divisas, las herramientas de protección, las tasas de interés a largo plazo y el riesgo cambiario.

En el CAPÍTULO 15 se trata sobre el portafolio de inversión internacional. Se demuestra que los beneficios potenciales de la diversificación mundial están al alcance de todos los inversionistas nacionales.

1 1 Banca internacional y mercado de dinero

Servicios bancarios internacionales

Los bancos más grandes del mundo

Razones de la existencia de la banca internacional

Tipos de oficinas de la banca internacional

Banco corresponsal

Oficinas representativas

Sucursales en el extranjero

Bancos subsidiarios y afiliados

Bancos de la ley Edge

Centros bancarios en el extranjero

Servicios de la banca internacional

Normas de capital suficiente

Mercado internacional de dinero

Mercado de la euromoneda

Eurocréditos

Contratos con tasa futura

Europagarés

Papel eurocomercial

Crisis internacional por la deuda

Antecedentes

Swaps de deuda por participación

La solución: los bonos Brady

Crisis de los bancos japoneses

La crisis asiática

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: expansión de Detroit Motors en América Latina

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 11A: creación de la euromoneda

INICIAMOS EL ESTUDIO de los mercados e instituciones financieras mundiales en este capítulo abordando tres grandes temas: banca internacional; operaciones internacionales en el mercado de dinero, donde los bancos son los protagonistas más importantes; y crisis mundial por la deuda. En el capítulo se describen los servicios que los bancos ofrecen a sus clientes, ya que los bancos internacionales y nacionales se caracterizan por una mezcla distinta de servicios. A continuación se presentan las estadísticas que muestran el tamaño y la fortaleza financiera de los más grandes del mundo. Esta parte concluye con una explicación de los tipos de operaciones que se llevan a cabo en la banca internacional. La segunda parte comienza con un análisis del mercado de la euromoneda, la creación de este tipo de depósitos por los bancos y los préstamos otorgados en eurocrédito, todo ello constituye el fundamento del mercado mundial del dinero. Los europagarés, el papel eurocomercial y los contratos de tasa futura son otros instrumentos importantes en el mercado de dinero que también se analizarán. El capítulo termina con la historia de las severas crisis provocadas por la deuda hace algunos años; se mencionan también los peligros que corren los bancos privados al prestar dinero a un gobierno soberano.

Servicios bancarios internacionales

Los bancos internacionales se caracterizan por el tipo de servicios que ofrecen y los distinguen de la banca nacional. Su función principal consiste en proporcionar crédito mercantil para facilitar a sus clientes las importaciones y exportaciones. Además, hacen los arreglos necesarios para el cambio de divisas extranjeras, con el propósito de realizar transacciones e

inversiones en el extranjero. Cuando cumple esta última función, los bancos ayudan a sus clientes a protegerse contra el riesgo cambiario de las cuentas por pagar y por cobrar denominadas en moneda extranjera con contratos de futuros y de opciones. Como tienen infraestructura para negociar con divisas, generalmente también negocian con estos productos por su cuenta.

Las principales características que distinguen a los bancos internacionales de los nacionales son los tipos de depósitos que aceptan, los préstamos y las inversiones que realizan. Los grandes bancos se financian a ellos mismos, así como a otras entidades en el mercado de la euromoneda. Suelen pertenecer a consorcios internacionales de préstamos, en los que participan con otros bancos para prestar grandes cantidades de dinero a las multinacionales que necesitan financiamiento para algún proyecto y a los gobiernos soberanos que requieren fondos para el desarrollo económico. Más aún, según las regulaciones del país donde operan y según su estructura organizacional, pueden participar en la suscripción de eurobonos y bonos extranjeros. Se da el nombre de **bancos mercantiles** a los que realizan las funciones comerciales tradicionales —tema de este capítulo— y actividades de inversión bancaria.

A menudo los bancos internacionales proporcionan a sus clientes servicios de consultoría y asesoría. He aquí las áreas que dominan: estrategias de protección cambiaria, financiamiento mediante swaps de divisas y tasas de interés, servicios de administración del efectivo a nivel mundial. Todos esos servicios y operaciones se tratan ampliamente en este capítulo y en otros. No todos los bancos internacionales ofrecen los servicios anteriores. Aquellos que proporcionan la mayor parte de estos servicios se les conoce comúnmente con el nombre de **bancos universales** o **de servicios múltiples**.

Los bancos más grandes del mundo

La ilustración 11.1 contiene los 30 bancos más grandes clasificados por su activo total en el año fiscal 2003. También se muestra su capital contable, su activo total, el ingreso neto en millones de dólares de Estados Unidos y la razón banco a capital del nivel 1 (explicado más adelante en el capítulo). Así, en la ilustración se indica que ocho de los 30 bancos más grandes se encuentran en Estados Unidos; cuatro en Japón y el Reino Unido; tres en Francia y Países Bajos; dos en China, España y Suiza; uno en Alemania e Italia.

A partir de la ilustración 11.1 podría deducirse correctamente que los principales centros financieros son Nueva York, Tokio, Londres, París, Frankfurt y Zurich. Sin embargo, Nueva York y Tokio son los centros financieros más importantes por las normas bancarias bastante liberales de sus respectivos gobiernos. A tres de ellos se les conoce como *centros de servicio completo*, porque los principales bancos que operan allí suelen ofrecer una amplia gama de servicios.

Razones de la existencia de la banca internacional

Al hablar de los servicios que presta esta banca se perciben algunos motivos por los que un banco puede establecer operaciones multinacionales. Rugman y Kamath (1987) confeccionaron una lista más formal:

1. *Costos marginales más bajos.* El conocimiento de administración y de marketing obtenidos en el país de origen puede aplicarse en el extranjero con bajos costos marginales.
2. *Ventaja del conocimiento.* La subsidiaria puede servirse de los conocimientos que la matriz tiene de contactos personales y de investigaciones de crédito para aplicarlos en su mercado internacional.
3. *Servicios de información en el país de origen.* Las compañías locales obtienen de una filial en el extranjero que opere en su país la información comercial y financiera más completa sobre éste, que la que pueden recabar de sus propios bancos locales.
4. *Prestigio.* Los bancos multinacionales muy grandes tienen excelente prestigio, liquidez y seguridad de depósito que les sirven para atraer clientes en el extranjero.

ILUSTRACIÓN 11.1

Los 30 bancos más grandes del mundo

(en millones de dólares de Estados Unidos en el año fiscal terminado en 2003)

Αυγαρ	Βανχο	Παίς	Παρτιχαπαίς δε λος αχχιονιστας	Αχτιπο τοταλ	Ιγγεσο νετο	Ραζίς (%) δε χαπαταλ δε νικελ Ι
1	Χιτιγρουπ	Εσταδος Υνιδος	98 014	1 264 032	17 853	8.9%
2	ΗΣΒΧ	Ρεινο Υνιδο	85 354	1 034 216	8 774	8.9%
3	Γρουπε Χρδιδι Αγριχολε	Φραγια	59 140	1 098 669	3 461	7.6%
4	Ροβαλ Βανκ οφ Σχοτλανδ	Ρεινο Υνιδο	54 781	809 433	7 181	7.4%
5	Βανκ οφ Αμεριχα	Εσταδος Υνιδος	47 980	736 487	10 810	7.8%
6	ΘΠΜοργαν Χηασε	Εσταδος Υνιδος	46 154	770 912	6 719	8.5%
7	ΒΝΠ Παριβας	Φραγια	42 929	982 917	4 721	9.4%
8	Σαντανδερ Χεντραλ Ηισπανο	Εσπαλα	38 284	406 946	3 277	8.3%
9	Μιζυηο Φιναγιαλ Γρουπ	Θαπίς	36 864	1 223 478	□20 499	□
10	Δευτσχη Βανκ	Αλεμανια	35 399	1 008 696	1 713	10.0%
11	Ωλλς Φαργο	Εσταδος Υνιδος	34 469	387 798	6 202	8.4%
12	Ωαχηροπια Χορπ	Εσταδος Υνιδος	32 428	401 032	4 264	8.5%
13	ΗΒΟΣ	Ρεινο Υνιδο	31 965	726 117	3 853	7.6%
14	ΥΒΣ	Συζα	31 827	1 116 215	5 142	11.8%
15	Βαρχλαμς	Ρεινο Υνιδο	29 790	788 252	4 879	7.9%
16	Ραβοβανκ Νεδερλανδ	Παίςες Βαρος	29 564	506 228	1 761	10.8%
17	Βανχο Βιλβαο αζχαγια Αργενταρια	Εσπαλα	29 380	361 755	2 795	8.5%
18	Μιτσυβισηι Τοκαμο ΦΓ	Θαπίς	28 412	836 358	□1 362	5.7%
19	Χρεδιτ Συισσε Γρουπ	Συζα	27 939	774 879	4 026	11.7%
20	Συμιτομο Μιτσι Βανκινγ	Θαπίς	26 714	863 507	□3 621	5.4%
21	Σοχιτί Γί νί ραλε	Φραγια	26 640	677 039	3 128	8.7%
22	Βανκ οφ Χηινα	Χηινα	26 539	434 216	1 141	7.9%
23	Βανκ Ονε	Εσταδος Υνιδος	23 419	326 563	3 535	10.0%
24	ΥΦθ Ηολδινγς	Θαπίς	22 477	679 215	□5 124	□
25	ΑΒΝ Αμρο	Παίςες Βαρος	22 472	703 461	3 968	8.2%
26	Ινδυστριαλ & Χομμεργιαλ Βανκ οφ Χηινα (ΙΧΒΧ)	Χηινα	21 531	577 130	789	5.5%
27	ΙΝΓ	Παίςες Βαρος	20 964	679 809	1 807	7.6%
28	Βανχα Ιντεσα	Ιταλια	19 793	326 622	1 524	7.8%
29	Ωασηινγτον Μυτιαλ	Εσταδος Υνιδος	19 742	275 178	3 880	□
30	ΥΣ Βανχορπ	Εσταδος Υνιδος	19 242	189 286	3 733	9.1%

Φουεηε: Τομαδο δε Ευρομοηει, φηνο 2004, π. 178.

- Ventaja regulatoria.* A menudo los bancos multinacionales no están sujetos a las mismas regulaciones que los del país. Quizá se les conceda mayor flexibilidad para publicar información financiera adecuada, probablemente no se les exija un seguro de depósito ni una reserva obligatoria de depósitos en divisas extranjeras. Quizá no haya restricciones territoriales (es decir, un banco estadounidense podría salir de su estado de origen).
- Estrategia defensiva al mayoreo.* Los bancos siguen a sus clientes fuera del país para evitar que éstos acudan a los bancos extranjeros que tratan de atender las subsidiarias de la multinacional.
- Estrategia defensiva al detalle.* Las operaciones de la banca multinacional ayudan a prevenir la erosión de sus mercados de cheques de viajero, de turistas y de negocios foráneos frente a la competencia de la banca extranjera.
- Costos de las transacciones.* Al mantener saldos de sucursales y moneda extranjera, los bancos reducen los costos y el riesgo cambiario en la conversión, en caso de que los controles gubernamentales sean burlados.
- Crecimiento.* Las perspectivas de crecimiento en un país de origen pueden verse limitadas por un mercado saturado con los servicios de los bancos nacionales.

10. *Disminución del riesgo.* Una mayor estabilidad de las ganancias se logra con la diversificación internacional. El riesgo específico de cada país se aminora al compensar los ciclos monetarios y de negocios entre las nacionales.

Tipos de oficinas de la banca internacional

Los servicios y las operaciones de la banca internacional dependen del entorno regulatorio donde opere y de la clase de banco instalado. Ahora se estudiarán los tipos principales de oficinas internacionales, detallando su propósito y el motivo regulatorio de su existencia. Primero se examinarán las relaciones del banco corresponsal, que da un servicio mínimo a sus clientes, para describir luego las oficinas que ofrecen una gama completa de servicios, hasta llegar a las que se han establecido a causa del cambio regulatorio para equilibrar el ámbito competitivo a nivel mundial.¹

Banco corresponsal

Los grandes bancos del mundo generalmente sostienen una relación de corresponsal con otros bancos en los centros financieros más importantes, donde no realizan sus operaciones. Se establece una **relación de banco corresponsal** cuando dos mantienen una cuenta bancaria recíproca. Por ejemplo, un gran banco de Nueva York tendrá una cuenta en un banco corresponsal de Londres y, viceversa, el banco de esta ciudad tendrá una en el banco de Nueva York.

Este sistema bancario corresponsal permite al cliente de una compañía multinacional hacer negocios en todo el mundo a través de su banco local o de sus contactos. Los servicios de un banco corresponsal giran en torno a la conversión de divisas que surgen de las transacciones internacionales que realiza la multinacional. Sin embargo, también abarca la asistencia en el financiamiento comercial; por ejemplo, cumplir las letras de crédito y aceptar los pagarés girados sobre el banco corresponsal. Además, si una multinacional requiere financiamiento local para una de sus subsidiarias podrá recurrir a su banco local para que le dé una carta de presentación al banco corresponsal situado en el país extranjero.

Una relación bancaria corresponsal es benéfica porque un banco puede atender a los clientes de la multinacional con un costo muy bajo y sin tener que asignar físicamente personal a muchos países. Una desventaja consiste en que los clientes quizá no reciban del banco corresponsal un servicio tan esmerado como si el banco contara con sucursales extranjeras para prestarlo.

Oficinas representativas

Una **oficina representativa** es una instalación pequeña dotada de personal de la casa matriz, cuyo fin es proporcionar apoyo a las compañías clientes multinacionales para tratar con el banco corresponsal. De esa manera la casa matriz les ofrece un mejor servicio que el brindado mediante una relación bancaria de tipo corresponsal. El banco puede abrir una oficina en un país donde tiene muchos clientes o por lo menos uno muy importante. Estas oficinas también proporcionan información sobre las prácticas locales de negocios, la economía y la evaluación de crédito de los clientes extranjeros de las compañías multinacionales.

Sucursales en el extranjero

Una **sucursal en el extranjero** opera como un banco local, pero desde el punto de vista legal forma parte del banco matriz. Está sujeta, pues, a las regulaciones del país de origen y del país donde opere. Las sucursales de los bancos estadounidenses situadas en el extranjero están reguladas desde Estados Unidos por la ley de la Reserva Federal y la Regulación K también de la misma reserva (operaciones bancarias internacionales) que contiene la mayoría de las regulaciones relacionadas con esos bancos y con los extranjeros que operen allí.

¹ Esta sección se basa principalmente en Hultman (1990).

Varias razones explican por qué un banco matriz cuenta con sucursales. La principal es que puede ofrecer muchos más servicios a los clientes a través de ellas que mediante una oficina representativa. Un ejemplo: los límites de crédito de las sucursales se basan en el capital del banco matriz, no en el suyo. En consecuencia, seguramente estarán en condiciones de otorgar un préstamo mayor que una subsidiaria constituida localmente. Además sus libros contables forman parte de los del banco matriz. En conclusión, un sistema de sucursales permite a los clientes compensar más rápidamente los cheques que una red de bancos corresponsales, porque el procedimiento de cargar y de abonar se maneja internamente en una organización.

Otra razón para que un banco matriz de Estados Unidos establezca sucursales bancarias en el extranjero es que compita a un nivel local con los bancos del país anfitrión. Las sucursales de los bancos estadounidenses no están sujetas a los requisitos de la Reserva de Estados Unidos sobre los depósitos y tampoco al seguro de depósitos en la Corporación Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC). En consecuencia las sucursales se hallan en el mismo nivel competitivo que los bancos locales en lo tocante a su estructura de costos y el otorgamiento de crédito.

La banca de sucursales es la manera más común en que los bancos estadounidenses expanden sus operaciones en el exterior. La mayoría de las sucursales están en Europa, especialmente en el Reino Unido. Muchas son operadas como filiales “núcleo” en los centros extranjeros, tema que se abordará más adelante en esta sección.

La ley más importante concerniente al funcionamiento de los bancos extranjeros en Estados Unidos es la Ley de la Banca Internacional de 1978 (International Banking Act, IBA). En general en el documento se establece que las sucursales bancarias que operen en Estados Unidos habrán de cumplir las mismas regulaciones que los bancos estadounidenses: en particular las referentes a la reserva sobre depósitos y cubrir con el seguro de la FDIC los depósitos de los clientes.

Bancos subsidiarios y filiales

Un **banco subsidiario** es el que está incorporado localmente y cuya propiedad total o mayoritaria está en manos de una institución extranjera. Un **banco filial** es aquel cuya propiedad está en poder de una institución extranjera, pero que no lo controla la matriz. Ambos tipos se rigen por las leyes del país donde están constituidos. A los bancos estadounidenses les conviene mantenerlos porque les permite suscribir valores.

Las subsidiarias extranjeras en Estados Unidos tienden a instalarse en aquellos estados que sean centros importantes de la actividad financiera, lo mismo que las sucursales que ella posee en otras naciones. De este modo, las sucursales extranjeras en Estados Unidos tienden a instalarse en los estados más poblados como Nueva York, California, Illinois, Florida, Georgia y Texas.²

Bancos de la ley Edge

Los **bancos de la ley Edge** son subsidiarias federales de los bancos estadounidenses que se encuentran en el país y que pueden efectuar todas las actividades de la banca internacional. El senador Walter E. Edge de Nueva Jersey impulsó la enmienda 1919 a la sección 25 de la Ley de la Reserva Federal para que los bancos pudieran competir con los servicios que la banca extranjera ofrecía a sus clientes. La regulación *K* de la Reserva Federal permite a los bancos aceptar depósitos del exterior, ampliar el crédito mercantil, financiar proyectos en el extranjero, negociar divisas y realizar actividades de la banca de inversión con ciudadanos estadounidenses que se relacionan con divisas. Así pues, estos bancos no compiten directamente con los servicios que ofrecen los bancos comerciales del país.

Los bancos de la ley Edge suelen ubicarse en otro estado donde no está instalada su matriz, a fin de evitar la prohibición impuesta a la banca de sucursales estatales. Pero desde 1979, la Reserva Federal exentó a los bancos estatales de esta norma. Más aún, la Ley de la Banca Internacional permitió a los bancos extranjeros que operaban en Estados Unidos se pudieran establecer conforme a la ley Edge. Así pues, éstos funcionan en igualdad de competencia con los del país.

² Véase Goldberg y Grosse (1994).

Los bancos de la ley Edge no tienen prohibido poseer acciones en las empresas, a diferencia de los bancos comerciales nacionales. Por lo tanto, *gracias* a la ley Edge los bancos estadounidenses tienen subsidiarias en el extranjero y poseen parte de las filiales de la banca extranjera.

Centros bancarios en el extranjero

Una parte importante de la actividad bancaria externa se lleva a cabo en centros situados en el exterior. Un **centro bancario en el extranjero** es un país cuyo sistema bancario se organiza de modo que permita cuentas externas aparte de la actividad económica normal. El Fondo Monetario Internacional reconoce como centros los siguientes países: Bahamas, Bahrein, Islas Caimán, Hong Kong, Antillas Holandesas, Panamá y Singapur.

Estos bancos operan como sucursales o subsidiarias de la matriz. La característica principal que hace a un país atractivo para su establecimiento son la ausencia prácticamente total de regulaciones en el país anfitrión: reservas bajas, no seguro de garantía, impuestos bajos, una zona horaria favorable que facilite las operaciones internacionales y en menor grado leyes estrictas del secreto bancario. Ello no significa que los gobiernos toleren o alienten prácticas poco éticas, pues generalmente dan su autorización a los bancos más grandes y de mejor prestigio.

Las principales actividades de estos bancos son captar depósitos y otorgar financiamiento en una moneda distinta a la del gobierno huésped. Tuvieron un fuerte impulso a fines de la década de 1960, cuando la Reserva Federal de Estados Unidos autorizó a los bancos estadounidenses a fundar sucursales “casarón”, ya que no necesitaban ser más que simplemente un buzón postal en el país huésped. Las transacciones bancarias eran efectuadas por la matriz. Se les quería dar a los bancos estadounidenses más pequeños la oportunidad de participar en el creciente mercado de eurodólares, sin cargar con el gasto de instalarse en un gran centro europeo del dinero. Actualmente, hay cientos de estas sucursales y subsidiarias, aproximadamente una tercera parte de las cuales son operadas por bancos estadounidenses.³ La mayoría de los centros bancarios continúan como la sede de sucursales “casarón”; Hong Kong y Singapur se han convertido en centros de servicios múltiples que ahora rivalizan con Londres, Nueva York y Tokio.

Servicios de la banca internacional

En 1981 la Reserva Federal de Estados Unidos autorizó la creación de **servicios de la banca internacional (SBI)**, los cuales son un grupo individual de cuentas de activo y pasivo que se separan en los libros contables de la matriz; no constituyen una entidad física o legal especial. Pueden operarlos cualquier institución de depósito, una sucursal estadounidense o subsidiaria de un banco extranjero o un despacho de un banco respaldado por la ley Edge. Estos SBI funcionan como bancos internacionales en Estados Unidos. No están sujetos a los requisitos de reserva sobre los depósitos ni requieren del seguro de la Corporación Federal de Seguros de Depósito. Los SBI atraen los depósitos de ciudadanos no estadounidenses y pueden otorgar préstamos sólo a ellos. Los depósitos no bancarios deben ser temporales y no negociables, pero deben tener un vencimiento mínimo de dos días hábiles y ser no menores a 100 000 dólares como monto total.

La creación de los SBI se debió principalmente al éxito de la banca internacional. La Reserva Federal deseaba que regresara a Estados Unidos una parte considerable de los depósitos y préstamos de sus sucursales y subsidiarias. Con los SBI se captó exitosamente una parte considerable del negocio de eurodólares que antes se manejaba en el exterior. Pero la banca extranjera nunca desaparecerá por completo porque los servicios bancarios internacionales sólo pueden conceder préstamos a los ciudadanos estadounidenses, limitación que no afecta a los bancos situados en el extranjero.

En la ilustración 11.2 se resume la estructura organizacional y las características de las oficinas bancarias internacionales desde la perspectiva de Estados Unidos.

³ En el capítulo 10 de Hultman (1990) se da una excelente explicación del desarrollo de la banca extranjera y de las oficinas de la banca internacional.

ILUSTRACIÓN 11.2

Estructura organizacional de las oficinas de la banca internacional en la perspectiva estadounidense

Τιπο δε βανχο	Υβιχαχι Γν	Αχεπτα δεπ Γσιτοσ δελ εξτρανφερο	Ρεαλιζα πρ Γσταμοσ α εξτρανφεροσ	Συφετο α λασ νορμασ δε λα Ρεσερβα Φεδεραλ	Δεπ Γσιτοσ ασεγυραδοσ εν ΦΔΙΧ	Χαπαλ λεγαλ ινδεπενδιεντε δε λα ματριζ
Βανχο νοχιοναλ	Εσταδοσ Υνιδοσ	No	No	Σί	Σί	No
Βανχο χορρεσπονσαλ	Εξτρανφερο	No/Σί	No/Σί	No	No	No/Σί
Οφιχινα ρεπρεσεντατιπα	Εξτρανφερο	No	No	Σί	Σί	No
Συχυρσαλ εν ελ εξτρανφερο	Εξτρανφερο	Σί	Σί	No	No	No
Συβσιδιαρια	Εξτρανφερο	Σί	Σί	No	No	Σί
Βανχο φιλιαλ	Εξτρανφερο	Σί	Σί	No	No	Σί
Βανχο δε λα λεψ Εδγε	Εσταδοσ Υνιδοσ	Σί	Σί	No	No	Σί
Χεντρο βανχαριο ιντερναχιοναλ	Τί χνιχαμεντε εξτρανφερο	Σί	Σί	No	No	No
Σερωχιοσ δε λα βανχα ιντερναχιοναλ	Εσταδοσ Υνιδοσ	Σί	Σί	No	No	No

Normas de adecuación de capital

www.bis.org.

Es el sitio web oficial del Banco Internacional de Pagos (Bank of International Settlements). Es muy amplio. Permite descargar una gran cantidad de documentos referentes a las políticas de la banca internacional, a los mercados de capital y los mercados valores de derivados. Hay también una página que permite conectarse con los sitios de los principales bancos centrales del mundo.

Una preocupación de los reguladores bancarios y de los ahorradores en todo el mundo es la seguridad de los depósitos bancarios. La **adecuación de capital (o capital suficiente) de los bancos** designa la cantidad de capital fijo y otros valores que se tienen en reserva contra activos riesgosos, con la intención de reducir la probabilidad de una quiebra. En un acuerdo firmado en 1988 conocido con el nombre de Acuerdo de Basilea —nombre de la ciudad Suiza donde tuvo su sede—, el Banco Internacional de Pagos (BIP) estableció un modelo para medir el capital suficiente para los bancos en los países del Grupo de los Diez (G-10) y en Luxemburgo. Es el banco central que salda las transacciones entre los bancos centrales de cada país, para facilitar además los acuerdos de la banca internacional entre sus miembros.

El Acuerdo de Basilea exige a los bancos que operan mundialmente un capital suficiente a razón de 8% de los activos riesgosos. Divide el capital en dos categorías: capital básico de nivel I, que se compone de la participación de los accionistas y de las utilidades retenidas; capital complementario del nivel II, que se compone de elementos no relacionados con la participación como acciones preferentes y bonos subordinados. El capital complementario no deberá representar más de 50% del capital total del banco ni tampoco más de 4% de los activos riesgosos. Al determinar estos últimos, se ponderan en forma diferente cuatro categorías de ellos. A los activos de mayor riesgo se les asigna un mayor peso. Las obligaciones gubernamentales se ponderan con 0%, los activos interbancarios a corto plazo se ponderan con 20%, las hipotecarias residenciales a 50% y el resto de los activos a 100%. Así, un banco con \$100 millones en cada una de las categorías tendrá el equivalente de \$170 millones en activos de riesgo. Necesitará mantener \$13.6 millones de capital contra esas inversiones, de los cuales no más de la mitad (\$6.8 millones) podría ser capital del nivel II.

El Acuerdo sobre el Capital de Basilea de 1988 se centró en la captación de préstamos y en el financiamiento. De ahí su interés por el riesgo del *crédito*. Los reguladores de los bancos nacionales no tardaron en adoptarlo. Pero tuvo sus problemas y críticas. Una de las más graves se refería a la arbitrariedad con que se implementó. El requisito de un capital mínimo de 8% asignado a los activos riesgosos era inalterable, sin importar que el grado de riesgo crediticio fluctuara durante el ciclo de negocios, ni que el banco estuviese en un país desarrollado o subdesarrollado ni prescindiendo del tipo de riesgos de los bancos. En la década de 1990 alcanzaron enorme auge las operaciones con acciones, con las tasas de interés y con derivados del tipo de cambio. Muchos de esos productos ni siquiera existían cuando se redactó el Acuerdo de Basilea. En consecuencia, aunque el acuerdo fuera satisfactorio para salvaguardar

a los ahorradores contra los riesgos crediticios tradicionales, la condición de capital suficiente no logró proteger del riesgo *de mercado* del intercambio con derivados. Por ejemplo, el Barings Bank, que quebró en 1995 en parte por las actividades de un agente de derivados fraudulento, se le consideraba una institución segura según las normas de Basilea de la adecuación del capital.

Dadas las deficiencias del Acuerdo de 1988, a principios de la década de 1990 el Comité de Basilea llegó a la conclusión de que había que actualizarlo. Una enmienda de 1996, que entró en vigor en 1998, requería que los bancos comerciales se comprometieran con una fuerte actividad comercial para separar capital adicional según la Regla del 8% con el fin de cubrir los riesgos de mercado propios de sus cuentas. Un nuevo capital del nivel III compuesto por deuda subordinada a corto plazo que pudiera utilizarse para atender las necesidades de capital en el riesgo de mercado. Para entonces empezaban a evidenciarse otras limitaciones más del tratado. Como el riesgo *operacional* (que incluía cosas como fallas de computadora, documentación inadecuada y fraude) empezaba a percibirse como un riesgo significativo. Esta idea ampliada del riesgo refleja el tipo de negocios en los que ahora se involucran los bancos y el ambiente donde trabajan. En 1999 el Comité de Basilea se propuso otro acuerdo de capital. En junio del 2004, tras un prolongado proceso de consultas, el nuevo marco de la adecuación de capital —comúnmente conocido como Basilea II— fue apoyado por los gobernadores del Banco Central y los supervisores de los bancos en los países del G-10. Se prevé que su implementación estará lista al final del 2006.

Basilea II se basa en tres pilares que se refuerzan mutuamente: requisitos mínimos de capital, un proceso de revisión por los supervisores y la aplicación rigurosa de la disciplina de mercado. Este acuerdo establece los detalles para adoptar más requisitos de capital menos sensible al riesgo que se aplican al nivel de la compañía matriz en los grupos diversificados de bancos. En lo tocante al primer pilar, el capital del banco se define igual que en el acuerdo de 1988, sólo que la razón mínima de capital de 8% se calcula sobre la suma del crédito, el mercado y el riesgo operacional del banco. Al calcular el capital suficiente (adecuación del capital), el nuevo marco ofrecen varias opciones a los bancos para evaluar el riesgo crediticio y el operacional. Los bancos pueden elegir entre el *enfoque estandarizado de riesgo crediticio*, el *enfoque basado en la calificación interna (BCI)* y el *enfoque de bursatilización* al evaluar el riesgo crediticio. El enfoque estandarizado ofrece activos de riesgo ponderado procedentes de cinco categorías que se fundan en la evaluación de agencias de crédito externas del riesgo crediticio del activo. Por ejemplo, las reclamaciones de AAA sobre autonomía tienen un riesgo ponderado de porcentaje cero, las reclamaciones de AAA sobre corporaciones y las reclamaciones de una A acerca de la autonomía tienen un riesgo ponderado de 20%, las reclamaciones de una sola A sobre corporaciones y de BBB sobre autonomía tienen un riesgo ponderado de 50%. En cambio, las reclamaciones corporativas por debajo de BB- tienen un riesgo ponderado de 150%. El enfoque basado en la calificación interna (BCI) permite a los bancos estimar el riesgo al determinar la necesidad de capital en una exposición. Las variables principales que el banco ha de calcular para evaluar el riesgo crediticio son la *probabilidad de incumplimiento* y la *pérdida por incumplimiento* de cada activo. El enfoque de bursatilización permite determinar el valor asegurado de un flujo de efectivo para después ponderar el riesgo del valor con el enfoque estandarizado o (si el banco obtuvo la aprobación del supervisor) o aplicando el enfoque basado en la calificación interna para determinar la necesidad de capital. El riesgo operacional se obtiene con uno de los tres enfoques cada vez más complejos. Los menos complejos consisten en aplicar un porcentaje fijo al ingreso interno procedente de las operaciones. A los bancos se les estimula para que aprovechen el espectro de estos enfoques a medida que diseñen sistemas más perfeccionados para cuantificar el riesgo operacional. El riesgo de mercado esta determinado por la valuación a precio del mercado (*marking-to-market*) del valor de la cuenta comercial del banco o, de no ser posible eso, marcar un valor determinado al modelo.

El segundo pilar tiene por objeto garantizar que los bancos cuenten con un proceso interno adecuado para evaluar bien la suficiencia de su capital con una evaluación exhaustiva de los riesgos. Por ejemplo, los que adoptan el enfoque basado en la calificación interna de créditos riesgosos deben efectuar pruebas de presión diseñadas para estimar cuánto podrían aumentar las necesidades de capital en un escenario económico adverso. Los bancos y los supervisores

utilizan los resultados de estas pruebas para asegurarse de que los bancos mantengan suficiente capital. El tercer pilar se propone complementar los dos restantes. Se piensa que con la revelación de la información clave los bancos y los supervisores aplicaran más rigurosamente la disciplina de mercado para administrar mejor el riesgo y aumentar la estabilidad de los bancos.⁴

Mercado internacional del dinero

Mercado de euromonedas

La base de este mercado es el es de la euromoneda. Una **euromoneda** es un depósito *temporal* situado no en el país que la emitió sino en otro. Por ejemplo: los eurodólares son depósitos de dólares estadounidenses en bancos situados fuera de Estados Unidos, las euroesterlinas son depósitos de la libra esterlina en bancos situados fuera de la Gran Bretaña y los euroyenes son depósitos del yen en bancos situados fuera de Japón. El prefijo *euro* no es una designación correcta, puesto que el banco donde se hace el depósito no necesariamente se halla en Europa. Podría estar en Europa, en el Caribe o en Asia. De hecho, como señalamos en la sección anterior, pueden depositarse en sucursales cascarón del extranjero o en oficinas de la banca internacional, donde los depósitos físicos en dólares se realizan en un banco matriz de Estados Unidos. También existe un mercado de “dólares asiáticos” con sede en Singapur, pero se puede considerar como una importante división del mercado de euromonedas.

El origen de este mercado se remonta a la década de 1950 y a principios de la de 1960, cuando la ex Unión Soviética y los países del bloque soviético vendían oro y bienes de consumo para obtener moneda sólida. Debido al sentimiento antisoviético, tenían hacer depósitos en dólares en los bancos estadounidenses ante la posibilidad de que fueran congelados o confiscados. Optaron por depositarlos en un banco francés cuya dirección de telex era EURO-BANK. Desde entonces, a los depósitos en dólares fuera de Estados Unidos se les llama eurodólares y los bancos que los aceptan, **eurobancos**.⁵

El mercado de euromonedas es un sistema bancario *externo* que funciona paralelamente al sistema bancario *interno* del país que emite la moneda. Ambos sistemas atraen depósitos y otorgan préstamos a clientes con los fondos así recabados. En Estados Unidos los bancos están sujetos a la Regulación D de la Reserva Federal, la cual establece el monto de las reservas en los depósitos temporales; además, deben pagarle al FDIC la póliza del seguro sobre los fondos depositados. En cambio, los depósitos en eurodólares no están sujetos a esos requisitos tan arbitrarios ni al seguro; de ahí el costo menor de sus operaciones. Gracias a una estructura de reducción de costos, el mercado de euromonedas, y en particular el de eurodólares, ha registrado un crecimiento extraordinario desde su creación.

El mercado opera en un nivel *interbancario*, *mayorista* o *ambos*. En general, las transacciones que se realizan en euromoneda son interbancarias, y representan sumas por un millón o cantidades más altas. Los eurobancos con excedente de fondos y sin clientes al menudeo a quienes financiar, financiarán a los eurobancos, que tienen clientes pero necesitan fondos para prestar. Se da el nombre de *tasa interbancaria ofertada* a la tasa que se carga a los bancos que tienen exceso de fondos, los cuales aceptan depósitos interbancarios a la *tasa interbancaria demandada*. La diferencia entre oferta y demanda suele ser 1/8 de 1% de las principales euromonedas.

Londres ha sido tradicionalmente, y sigue siéndolo, el centro financiero más importante de euromonedas. En estos días la gente oye hablar de la **tasa interbancaria de oferta de Londres** (London Interbank Offered Rate, LIBOR) se trata de la tasa de referencia en Londres de los depósitos en euromonedas. Cabe hacer una aclaración: hay una LIBOR para eurodólares, dólares eurocanadienses, euroyenes e incluso para euros. En otros centros financieros se emplean otras tasas de referencia. Un ejemplo: *SIBOR* es la tasa interbancaria de oferta de Singapur y

⁴ La información incluida en esta sección se extrajo de *International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework*, Banco Internacional de Pagos, junio 2004.

⁵ En Rivera-Batiz y Rivera-Batiz (1994) se explica el origen histórico del mercado de euromonedas.

ILUSTRACIÓN 11.3

Cotizaciones de las tasas de interés de euromonedas: 3 de marzo, 2005

	Χορτο πλαζο	Σιετε δ'ασ	Υν μεσ	Τρεσ μεσεσ	Σεισ μεσεσ	Υν α)ο
Ευρο	$2\frac{118}{118} \square 2\frac{312}{312}$	$2\frac{1}{8} \square 2\frac{312}{312}$	$2\frac{1}{8} \square 2\frac{116}{116}$	$2\frac{352}{352} \square 2\frac{332}{332}$	$2\frac{138}{138} \square 2\frac{1}{8}$	$2\frac{156}{156} \square 2\frac{1}{4}$
Χορονα δανεσα	$2\frac{1}{4} \square 2\frac{332}{332}$	$2\frac{1}{4} \square 2\frac{312}{312}$	$2\frac{372}{372} \square 2\frac{312}{312}$	$2\frac{372}{372} \square 2\frac{116}{116}$	$2\frac{1}{4} \square 2\frac{332}{332}$	$2\frac{1331}{1331} \square 2\frac{1}{4}$
Λιβρα εστερλινα	$5\frac{196}{117} \square 5\frac{11}{32}$	$4\frac{3}{4} \square 4\frac{5}{8}$	$4\frac{136}{136} \square 4\frac{11}{6}$	$4\frac{136}{136} \square 4\frac{136}{136}$	$5\frac{116}{1311} \square 4\frac{136}{1311}$	$5\frac{352}{317} \square 5\frac{312}{7}$
Φρανχο σιζο		$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$	$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$	$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$		
Δ'λαρ χαναδιενσε	$2\frac{34}{132} \square 2\frac{5}{132}$	$2\frac{8}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{8}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{8}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{16}{16} \square 2\frac{1392}{1392}$	$2\frac{32}{32} \square 2\frac{1}{36}$
Δ'λαρ εσταδουνιδενσε	$2\frac{1372}{1372} \square 2\frac{1332}{1332}$	$2\frac{1392}{1392} \square 2\frac{1}{2}$	$2\frac{3}{4} \square 2\frac{11}{6}$	$2\frac{1}{32} \square 2\frac{7}{8}$	$3\frac{136}{136} \square 3\frac{1}{8}$	$3\frac{1372}{1372} \square 3\frac{1}{2}$
Ψεν φαπον'σ	$1\frac{1}{16} \square 1\frac{1}{16}$	$1\frac{1}{16} \square 1\frac{1}{16}$	$1\frac{1}{8} \square 1\frac{1}{8}$	$1\frac{16}{16} \square 1\frac{1}{32}$	$1\frac{1}{32} \square 1\frac{1}{32}$	$1\frac{8}{8} \square 1\frac{312}{312}$
Σινγαπουρ Ξ	$1\frac{136}{136} \square 1\frac{196}{196}$	$1\frac{136}{136} \square 1\frac{11}{6}$	$1\frac{15}{16} \square 1\frac{11}{16}$	$2 \square 1\frac{3}{4}$	$2\frac{115}{115} \square 1\frac{136}{136}$	$2\frac{1}{8} \square 1\frac{7}{8}$

Νοτα: Λασ τασασ α χορτο πλαζο σε ρεφιερεν αλ δ'λαρ δε Εσταδος Υνιδος ψ αλ ψεν. Λασ σπρασ απισο χον δοσ δ'ασ δε ανταχιπαχι Γν.
Φυεντε: Φινανχιαλ Τιμεσ, 4 δε μαρζο, 2005, π. 25.

TIBOR, la de Tokio. Por supuesto la competencia obliga a varias tasas de una euromoneda a aproximarse entre sí.

La adopción del euro como moneda común el 1 de enero de 1999, entre los 11 países de la Unión Europea que integran la Unión Económica y Monetaria hizo necesario que se designara un nuevo nombre para la tasa interbancaria ofertada; pues también se produjo confusión sobre si se refería al euro o a otra euromoneda, esto es los eurodólares. Por eso la gente empieza a hablar de monedas *internacionales* en lugar de euromonedas y de bancos preferenciales en vez de eurobancos. **EURIBOR** es la tasa a la que los depósitos interbancarios del euro se ofrecen de un banco preferencial a otro en la zona del euro.

En el mercado mayorista del dinero, los eurobancos aceptan depósitos a plazo fijo en euromonedas y emiten **certificados de depósito negociables (CDN)**. De hecho son instrumentos que prefieren los eurobancos para conseguir fondos prestablecidos, ya que los depósitos tienden a ser por un periodo más prolongado y la tasa de adquisición a menudo es un poco menor que la interbancaria. Las denominaciones son de un mínimo de 500 mil dólares, pero son más comunes las de un millón o mayores. Las tasas de los depósitos en euromonedas se cotizan con vencimientos que abarcan de un día a varios años. Sin embargo, los vencimientos más frecuentes son de 1, 2, 3, 6, 9 y 12 meses. La ilustración 11.3 muestra ejemplos de las tasas de interés en euromonedas. En el apéndice 11A se explica la creación de la euromoneda.

La ilustración 11.4 contiene los valores de fin de año del pasivo externo de la banca internacional (eurodepósitos y otros pasivos en euros) en miles de millones de dólares de Estados Unidos, correspondientes a los años 1999-2003. La columna del 2003 indica que el pasivo externo total ascendió a 15 328.8 millones de dólares y que el pasivo interbancario representaba 11 094.7 millones de dólares de esa suma; en cambio, los depósitos no bancarios ascendieron a 4 234.1 millones de dólares. Las principales monedas en que se denominaban eran el dólar estadounidense, el euro y la libra esterlina.

Aproximadamente 90% del pasivo externo de los eurobancos proviene de depósitos a plazo fijo; el resto, de los certificados de depósito negociables. Éstos, precisamente por ser negocia-

www.euribor.org

Este sitio web ofrece una breve historia del euro y una descripción de EURIBOR.

ILUSTRACIÓN 11.4

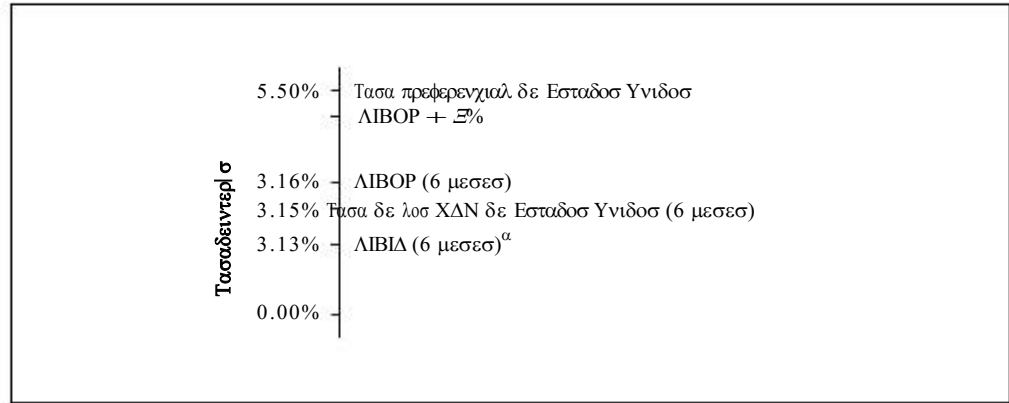
Pasivo externo de la banca internacional
(al final del año en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Τιπο δε πασιωο</i>					
Ιντερβανχαριο	7 311.2	7 909.2	8 330.0	9 543.9	11 094.7
Νο βανχαριο	2 306.8	2 512.7	2 859.8	3 311.5	4 234.1
Τοταλ	9 618.0	10 421.8	11 189.8	12 855.4	15 328.8

Φυεντε: Ιντερνασιοναλ Βανκινγκ ανδ Φινανχιαλ Μαρκετ Δεσπελοπιμεντα, Βανχο Ιντερνασιοναλ δε Παρισ, ταβλασ 1, π. Α7, φυνιο 2002, 2003, 2004.

ILUSTRACIÓN 11.5

Comparación entre las tasas de financiamiento con dólares de Estados Unidos y las de financiamiento con eurodólares, al 3 de marzo del 2005



^α LIBID δένοτα λα τάσα ιντερβανχαρια δε δεμανδα δε Λονδρεσ.

bles, pueden venderse en el mercado secundario si el depositante necesita urgentemente fondos antes de un vencimiento programado. El mercado de los certificados de depósito negociables surgió en 1967 en Londres para los eurodólares. Los bancos de Londres y de otros centros financieros ofrecen los certificados de depósito para monedas diferentes a los dólares estadounidenses, pero el mercado secundario de los CDN no denominados en dólares tiene poca liquidez.

Eurocréditos

Los **eurocréditos** son préstamos de corto a mediano plazo en euromoneda que otorgan los eurobancos a empresas, gobiernos independientes, bancos no preferenciales u organizaciones internacionales. Los préstamos se denominan en una moneda distinta a la del país de origen del eurobanco, y con frecuencia son demasiado cuantiosos para que un solo banco los maneje, se unen eurobancos y forman un **consorcio financiero** para compartir el riesgo.

El riesgo crediticio de estos préstamos es mucho mayor que el de otros bancos en el mercado interbancario. Por lo tanto, la tasa de interés deberá compensar al banco o al consorcio por un incremento del riesgo. La tasa interbancaria de oferta en Londres (LIBOR) es la base de la tasa de los eurocréditos que se originan en Londres. Se expresa así: LIBOR + X porcentaje, donde X es el margen que se carga según la solvencia del prestatario. Además, se crearon los precios de renovación para que los eurobancos no terminen pagando más por depósitos temporales en euromonedas, que lo que ganan prestando. Así pues, un eurocrédito puede verse como una serie de préstamos al mayor corto plazo, en que al final de cada periodo (normalmente de tres a seis meses), el préstamo se renueva y la tasa base de financiamiento se ajusta a la LIBOR actual durante su siguiente intervalo de préstamo.

En la ilustración 11.5 se observa la relación entre las tasas de interés que se han explicado en esta sección. Las cifras están tomadas de la sección "Money Rates" de *The Wall Street Journal* (véase la solapa interna). El 3 de marzo del 2005, los bancos nacionales de Estados Unidos pagaban 3.15% por los certificados de depósito negociables y la tasa preferencial de préstamo —tasa base cobrada a los clientes corporativos más solventes— era 5.50%. Al parecer representa una diferencia de 2.35% para que el banco cubra los costos operacionales y tenga una ganancia. En cambio, los eurobancos aceptarán depósitos a seis meses en eurodólares —certificados negociables— a una tasa de 3.13%. (Se emplea la tasa de oferta London Late Eurodollar, que es la del cierre en grandes depósitos.) La tasa de los créditos en eurodólares es LIBOR + X %, donde cualquier margen de financiamiento menor de 2.34% parece hacer más atractivo el préstamo en eurodólares que el de la tasa preferencial. Dado que los márgenes de financiamiento normalmente fluctúan entre $\frac{1}{4}$ % y 3% con la tasa mediana entre $\frac{1}{2}$ % y $1\frac{1}{2}$ %, la ilustración muestra la estrecha diferencia entre financiar y financiarse de los eurobanqueros en el mercado crediticio de los eurodólares. Al parecer este análisis indica que los prestatarios pueden conseguir fondos más baratos en dicho mercado. Sin embargo, la competencia internacional en años recientes obligó a los bancos comerciales estadounidenses a prestar en el país a tasas por debajo de la preferencial.

EJEMPLO 11.1

Precios de renovación de un eurocrédito Teltrex International puede obtener de Barclays de Londres un préstamo de \$3 000 000 a la tasa LIBOR más un margen de financiamiento de 0.75% anual, con una renovación trimestral. Supóngase que la tasa LIBOR trimestral es actualmente de $5^{17/32}\%$. Suponga, además, que en el segundo intervalo trimestral cae a $5^{1/8}\%$. ¿Cuanto pagará de intereses Teltrex a Barclays en el semestre por el préstamo en euros?

Solución: \$3 000 00 (0.553125 0.0075)/4 \$3 000 000
 (0.05125 0.0075)/4 \$47 109.38 \$44 062.50
 \$91 171.88

Contratos con tasa de interés a plazos

Uno de los grandes riesgos de los eurobancos al aceptar eurodepósitos y al otorgar eurocréditos es el riesgo de la tasa de interés, debido a que no coincide el vencimiento de los depósitos y créditos. Por ejemplo, si los depósitos vencen después que los créditos y si la tasa de interés cae, la tasa de los créditos se ajustará a la baja mientras el banco continuará con el pago de una tasa mayor sobre los depósitos. Por el contrario, si los depósitos vencen más pronto que los créditos y si aumentan las tasas de interés, las de los depósitos se ajustarán al alza mientras que el banco seguirá recibiendo una tasa menor sobre los créditos. Sólo cuando ambos vencimientos coinciden exactamente, la renovación de los eurocréditos permitirá ganar la diferencia deseada entre la tasa de depósito y de crédito.

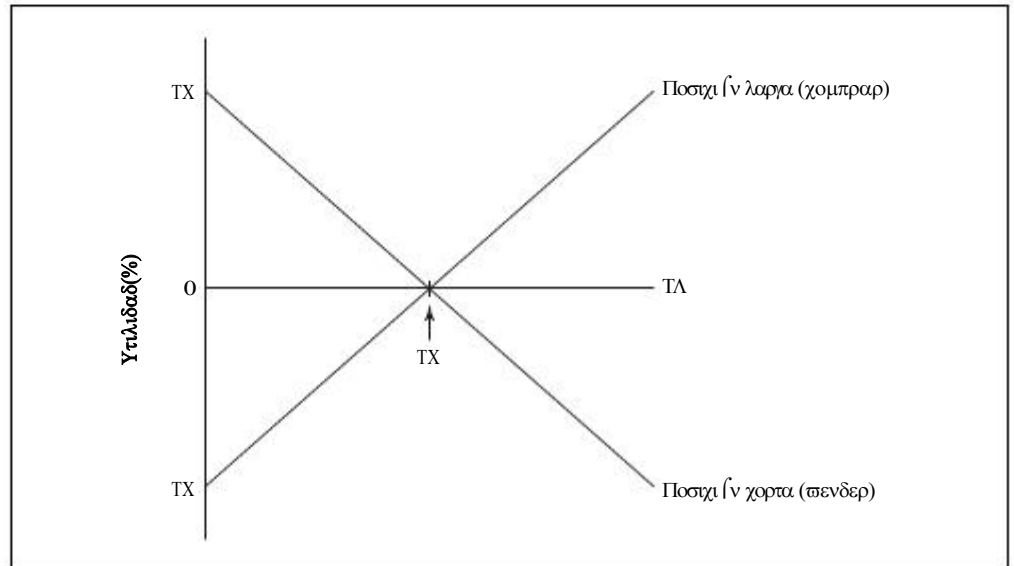
El contrato con tasa de interés a plazos (o forward) (CTP) se celebra entre bancos y permite al eurobanco protegerse contra el riesgo de la tasa de interés en depósitos y créditos con tasa diferente. El tamaño del mercado es enorme. En junio del 2004 el valor nominal de los CTP ascendía a \$13 144 millones. En ellos intervienen dos partes, un comprador y un vendedor, en donde:

1. El comprador acepta pagarle al vendedor el aumento del costo de los intereses sobre un monto nominal en caso de que caigan por debajo del nivel acordado o
2. El vendedor acepta pagarle al comprador el aumento del costo de los intereses en caso de que aumenten por arriba del nivel acordado.

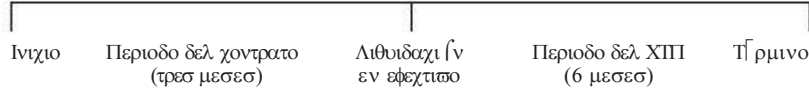
La ilustración 11.6 contiene un perfil de recuperación de un contrato con tasa futura. *TL* denota la tasa de liquidación y *TC*, la del contrato.

ILUSTRACIÓN 11.6

Perfil de recuperación del contrato con tasa a plazos o forward



Los contratos de tasa a plazos se proponen captar la disparidad de vencimiento en los eurodepósitos y créditos de duración normal. Por ejemplo: un contrato a plazos podría estipular una tasa semestral de interés por un periodo de seis meses, y cuyo inicio sería de tres meses a partir de hoy y terminaría en nueve meses también desde hoy. Tendríamos entonces un contrato de “tres contra nueve”. La siguiente línea de tiempo describe este ejemplo:



En los contratos con tasa a plazo el monto del contrato se calcula como el valor absoluto de:

$$\frac{\text{Importe nominal} (TL - TC) \text{ días}/360}{1 - (TL - \text{días}/360)}$$

donde *días* indica la duración del contrato.

EJEMPLO 11.2

Contrato con tasa a plazo de tres contra seis A manera de ejemplo imagine que un banco otorgó un préstamo trimestral en eurodólares por \$3 000 000 sobre un depósito compensatorio trimestral en eurodólares. Al banco le preocupa que la tasa LIBOR a tres meses caiga por debajo de lo previsto y que el crédito se renueve con otra tasa base más baja. Entonces el depósito a seis meses dejaría de ser rentable.⁶ El banco para protegerse podría vender un contrato de tasa a plazo “tres contra seis” por la misma cantidad. Su precio será tal que la tasa sea la LIBOR trimestral en dólares a tres meses.

Suponga que la tasa del contrato (TC) sea 6% y que el número real de días en el periodo trimestral sea 91. Así pues el banco espera recibir \$45 500 (\$3 000 000 0.06 91/360) como monto base del interés cuando el préstamo en eurodólares se renueve por segunda vez a tres meses. Si la tasa de liquidación (TL) (esto es, la tasa trimestral LIBOR de mercado) es 5 1/8%, recibirá apenas \$38 864.58 en el interés base, lo cual equivale a un déficit de \$6 635.42. Como dicha tasa es menor que la del contrato, ganará con el contrato vendido. En tres meses recibirá del comprador una liquidación en efectivo al iniciarse el periodo del contrato a 91 días, lo que iguala así el valor presente del valor absoluto de [\$3 000 000 (0.05125 - 0.06) 91/360] \$6 635.42. Este valor será:

$$\frac{\$3\,000\,000 (0.05125 - 0.06) 91/360}{1 - (0.05125 - 91/360)}$$

$$\frac{\$6\,635.42}{1.01295}$$

$$\$6\,550.59$$

La suma (\$6 550.59) equivale al valor presente al comenzar el periodo del contrato a 91 días del déficit de \$6 635.42. Esta cantidad proviene de las ganancias que se obtuvieron del préstamo en eurodólares y que se necesitan para pagar el interés del depósito en esa moneda. En caso de que la tasa de liquidación hubiera sido mayor que la del contrato, el banco habría tenido que pagarle al comprador el valor presente de la diferencia del monto esperado al renovar el contrato en eurodólares. De ser así, habría recibido realmente la tasa del contrato con su préstamo trimestral y entonces el préstamo habría sido rentable.

⁶ Según la hipótesis de expectativas no sesgadas, la tasa del contrato es la que se espera al iniciarse el periodo del contrato. Por ejemplo, en un contrato de “tres contra seis”, la tasa del contrato se calcula a partir de la tasa a plazo que relaciona la tasa LIBOR actual de tres meses con la de seis meses:

$$\{ [1 - (\text{LIBOR a seis meses})(T_2/360)] / [1 - (\text{LIBOR tres meses})(T_1/360)] - 1 \} = 360(T_2 - T_1) / TC$$

donde T_2 y T_3 son, respectivamente, los días reales antes del vencimiento de los periodos semestral y trimestral de las euromonedas y donde f es la tasa futura. Una explicación más completa de esta hipótesis se da en el capítulo 15 de Bodie, Kane y Marcus (2005).

ILUSTRACIÓN 11.7

Tamaño del mercado de europagarés al final del año (en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

Ινστρουμεντο	1999	2000	2001	2002	2003
Ευροπαγαρίσ	84.8	270.5	154.6	145.6	151.7
Παπελ ευροχομερχιαλ	175.2	223.3	243.1	292.2	417.6
Τοταλ	260.0	493.8	397.7	437.7	569.3

Φουεντε: *Ιντερνατιοναλ Βανκινγκ ανδ Φινανγιαλ Μαρκετ Δεσελοπμεντ*. Βανγκο Ιντερνατιοναλ δε Παρισ, ταβλια 13Α, π. 70, φουιο 2000; ταβλια 13Α, π. Α86, φουιο 2000; ταβλια 13Α, π. 86, φουιο 2004.

Los contratos con tasa a plazos (forward) se emplean también para especular. Si alguien cree que las tasas disminuirán por debajo de la de liquidación, una decisión acertada consistirá en vender el CTP. En cambio, la compra de un CTP será la decisión acertada si piensa que las tasas aumentarán por arriba de la del contrato.

Europagarés

Los **europagarés** son documentos a corto plazo suscritos por un grupo de bancos internacionales de inversión o comerciales llamados “consorcio”. Un cliente-prestatario firma un contrato con un consorcio para emitir europagarés por su cuenta durante cierto periodo, generalmente de tres a 10 años. Los vende con un descuento de su valor nominal y los paga a su valor nominal al vencimiento. Los europagarés suelen vencer en un lapso de tres a seis meses. Resultan atractivos para los prestatarios porque los intereses suelen ser un poco más bajos —generalmente LIBOR más $\frac{1}{8}\%$ — que los créditos consolidados de los eurobancos. A los bancos les resulta atractivo emitirlos porque ganan un pequeño estipendio al suscribir o aportar los fondos y obtener el rendimiento de intereses.

Papel eurocomercial

El **papel eurocomercial**, tal como el nacional, es una letra de cambio emitida por una empresa o un banco y ofrecida directamente al público inversionista mediante un corredor. Igual que los europagarés, se vende con un descuento de su valor nominal. El vencimiento fluctúa entre uno y seis meses.

La mayor parte del papel eurocomercial se denomina en dólares estadounidenses. No obstante, se dan algunas diferencias entre el mercado estadounidense y el de este instrumento. Su vencimiento tiende a ser el doble que el del papel comercial en Estados Unidos. Por eso su mercado secundario es más activo que el de Estados Unidos. Además, la calidad de los emisores suele ser mucho menor que la de sus colegas estadounidenses; en consecuencia, sus rendimientos tienden a ser más elevados.⁷

La ilustración 11.7 contiene el valor de fin de año del mercado de europagarés y del papel eurocomercial en miles de millones de dólares estadounidenses, durante el periodo comprendido entre 1999 y 2003.

Crisis internacional por la deuda

Los siguientes principios definen la conducta bancaria acertada: “Por lo menos cinco de ellos mantienen plenamente su vigencia: evitar la concentración indebida de préstamos en actividades, en individuos o grupos aislados; diversificarse con cautela en actividades no conocidas; conocer a la otra parte; controlar las diferencias entre activo y pasivo; y comprobar que su garante no sea vulnerable a los mismos choques que debilitan al prestamista”.⁸ La trasgresión de los dos primeros principios por alguno de los bancos más grandes del mundo provocó la **crisis internacional por la deuda** (llamada a veces simplemente crisis de la deuda del Tercer Mundo), debido a que se otorgó crédito a gobiernos de algunos **países menos desarrollados (PMD)**.

Antecedentes

La crisis internacional por la deuda comenzó el 20 de agosto de 1982, cuando México pidió a más de 100 bancos de Estados Unidos y de otras naciones que le perdonaran su deuda de

⁷ Consúltese en Dufey y Giddy (1994) una lista de las diferencias entre los mercados de papel comercial estadounidense y de papel eurocomercial.

⁸ La cita se tomó de *International capital markets: parte II. systematic issues in international finance*, Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., agosto de 1993, p. 2.

\$68 000 millones. Pronto Brasil, Argentina y más de 20 países subdesarrollados anunciaron problemas parecidos para pagar el servicio de la deuda de los préstamos. ¡En el momento más álgido de la crisis su deuda ascendía a \$1.2 billones!

Durante años pareció que la crisis podría arruinar algunos de los bancos más grandes del mundo. En 1989 el Banco Mundial estimó que en promedio 19 países menos desarrollados adeudaban el equivalente a 53.6% de su producto nacional bruto. El pago de los intereses representaba 22.3% del ingreso por exportaciones. Claro que la banca internacional se cimbró en sus cimientos.

La causa de esa crisis mundial fue el petróleo. A principios de la década de 1970 la Organización de los Países Exportadores de Petróleo (OPEP) se convirtió mundialmente en el proveedor dominante de petróleo. A lo largo de ese periodo la OPEP elevó los precios drásticamente; y gracias a esos incrementos, acumuló una enorme cantidad de dólares de Estados Unidos, moneda que solicitaba como pago a los países importadores de petróleo.

La OPEP depositó miles de millones de eurodólares; en 1976 los depósitos ascendieron casi a \$100 000 millones. Los eurobancos enfrentaron el abrumador problema de prestarlos, a fin de generar intereses para pagar los intereses devengados por los depósitos. Los países del Tercer Mundo aceptaron gustosos ayudar a los codiciosos eurobanqueros: aceptaron préstamos en eurodólares que destinarían al desarrollo económico y al pago de las importaciones de petróleo. Este proceso degeneró en un círculo vicioso, llamado *reciclaje de petrodólares*: los ingresos de los créditos en eurodólares servían para pagar más importaciones de petróleo; se depositaba una parte de los ingresos del petróleo obtenidos de los países subdesarrollados, a los cuales se les volvía a prestar.

La OPEP aumentó de nuevo los precios del petróleo a fines de la década de 1970. Su decisión se acompañó de una gran inflación y desempleo en los países industrializados. Las rigurosas políticas monetarias instituidas en varios de ellos ocasionaron una recesión global y la caída de la demanda de bienes de consumo (como el petróleo) y del precio de éstos. Esas mismas políticas económicas elevaron las tasas reales de interés, lo cual a su vez incrementó el costo del financiamiento en los países menos desarrollados, pues los préstamos bancarios se concedían generalmente en dólares de Estados Unidos y con tasa flotante. El colapso del precio de los bienes de consumo y la pérdida concomitante del ingreso hicieron imposible que esas naciones pagaran el servicio de la deuda. La ilustración 11.8 incluye los 10 bancos más grandes de Estados Unidos que financiaron *sólo* a México. Nos da una idea de que en el peor momento de la crisis algunos de ellos jugaron un papel decisivo.

Pero, ¿por qué los bancos internacionales les otorgaron préstamos tan riesgosos? Por una razón evidente: tenían enormes cantidades de dinero depositado en eurodólares que debían colocar pronto para empezar a generar rendimientos. Se precipitaron demasiado sin analizar rigurosamente los riesgos que corrían al financiar a clientes desconocidos. Además muchos

ILUSTRACIÓN 11.8

Los diez bancos estadounidenses más grandes que prestan dinero a México
(en miles de millones de dólares, al 30 de septiembre de 1987)

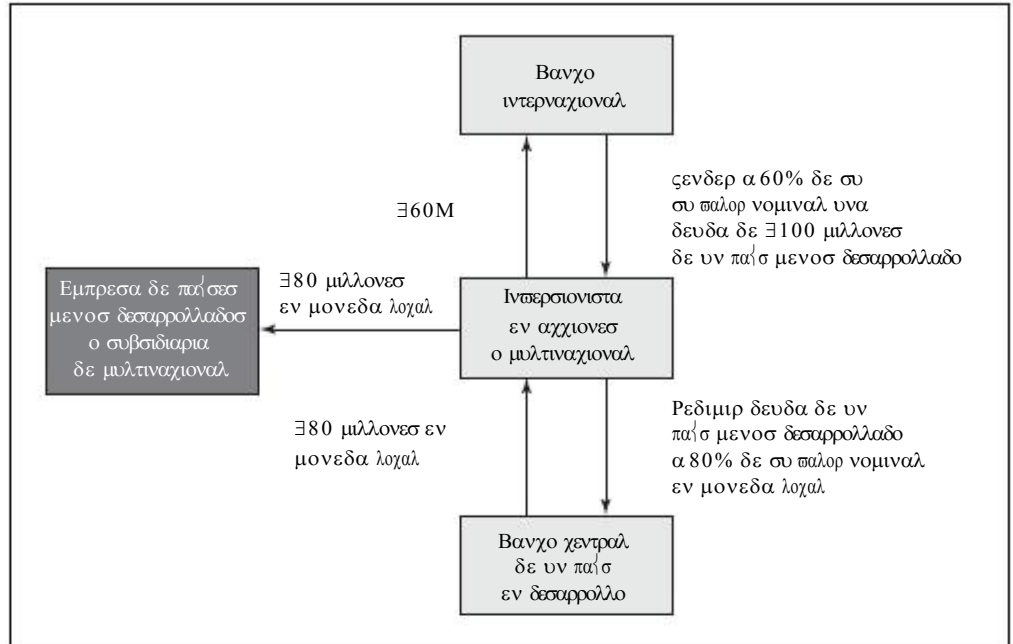
Βαγκο	Πρῶσταμοσ νο χοβραδοσ	Ρεσερβασ δε πῶρδιδα εν πρῶσταμοσ α παῖσεσ συβδεσαρρολλαδοσ
Χιτιχορπ	Ξ2.900	Ξ3.432
ΒανκΑμεριχα Χορπ.	2.407	1.808
Μανυφαχτυρερσ Ηανσπερ Χορπ.	1.883	1.833*
Χηεμχαλ Νεω Ψορκ Χορπ.	1.733	1.505*
Χηασε Μανηατταν Χορπ.	1.660	1.970
Βανκερσ Τρυστ Νεω Ψορκ Χορπ.	1.277	1.000
Θ. Π. Μοργαν & Χο.	1.137	1.317
Φιρστ Χηιχαγο Χορπ.	0.898	0.930
Φιρστ Ιντερστατε Βανχορπ.	0.689	0.500
Ωῆλσ Φοργο & Χο.	0.587	0.760

*Αλ.30 δε φυνιο, 1987.

Φυντε: *Τηε Ωαλλ Στρετ θουρναι*, 30 δε διχηεμβρε, 1987. Ιλουτραχι ἴν ρειμπρεσα χον αντοριζαχι ἴν δε *Τηε Ωαλλ Στρετ θουρναι*,
▼ 1987 Δοω θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηηοσ ρεσερβασοσ εν ελ μυνδο.

ILUSTRACIÓN 11.9

Ejemplo de swap de deuda por capital



bancos estadounidenses aseguran que Washington los *presionó* para que contribuyeran al desarrollo económico del Tercer Mundo. Con todo, si tanto ellos como los planificadores de la política hubieran conocido a fondo la historia de la economía, tal vez la crisis de la deuda podría haberse evitado o por lo menos mitigado. El recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “Los que prestaron a los países menos desarrollados debieron haber escuchado a David Hume” incluye un artículo donde David Hume, economista escocés del siglo xviii, advierte claramente los peligros de financiar a los países soberanos.

Swaps de deuda por capital

En medio de la crisis nació un mercado secundario de la deuda de los países menos desarrollados a precios bastante descontados de su valor nominal. Lo formaban aproximadamente 50 bancos acreedores, bancos de inversión y creadores de mercados de boutique. Compraban la deuda para utilizarla en **swaps de deuda por capital**. Como parte del contrato de refinanciamiento de la deuda entre los consorcios y las naciones deudoras, los bancos acreedores venderían sus créditos por dólares estadounidenses con un descuento de su valor nominal a las multinacionales dispuestas a invertir capital en sus subsidiarias o en firmas locales en los países en desarrollo. De este modo, un banco central de alguno de estos países le compraría después a una multinacional la deuda bancaria con un descuento menor que el que ella había pagado, sólo que en moneda nacional. La multinacional utilizaría la moneda para efectuar una inversión previamente aprobada que aportara un beneficio económico o social tanto al país como a la población.

En la ilustración 11.9 se describe un hipotético swaps de deuda por capital. Ahí se muestra una multinacional que compra a un banco acreedor \$100 millones de deuda mexicana (directamente o a través de un intermediario) en \$60 millones, es decir, con un descuento de 40% de su valor nominal. Después redime el pagaré de \$100 millones en el banco central mexicano por el equivalente de \$80 millones de pesos al tipo actual de cambio. La multinacional los invierte en una subsidiaria o en participación de una firma del país. Esta compañía pagó \$60 millones por \$80 millones de pesos.

En medio de la crisis de la deuda en los países en desarrollo, la deuda latinoamericana se negociaba con un descuento promedio de 70%. La revista *Barron's* del 10 de septiembre de 1990 cotizaba la deuda de Brasil en 21.75% centavos de dólar, la mexicana en 43.12 centavos y la argentina apenas en 14.25 centavos.

Abundan ejemplos de swaps de deuda por participación de capital en la vida real. Chrysler invirtió \$100 millones de pesos en Chrysler de México con los fondos obtenidos al adquirir



Los que prestaron a los países menos desarrollados debieron haber escuchado a David Hume

Δαβιδ Ηυμπε, φίλ σοφὸ ψ εχονομιστὰ εσχολῆσ δελ σῆλο ΞϋΠΠ εσ φαμο-
σο πορ ηαβερ φορμουλαδο (1) ελ μεχανισμο δε φλυφο πρεχιου-εσπεχιε
δελ αφιστε δε λα βαλανζα δε παγοσ, (2) λα δοχτρινα δε λα ναυτραλι-
δαδ δελ δινερο ψ (3) λα ταορία χλ(σ)ια δελ ιντερῆσ. Νο γοζαν δε λα
μισμα φαμα σος χομενταριος ρεφερεντες α λα δευδα εξτερνα δε
λοσ παῖσες σοβερανος. Α(σ)τιμα. Εστος σε ενχυεντραν χοντενιδος
εν συ ενσαμο δε 1752 Σοβρε ελ χρῆδιτο π βλ(ι)χο ψ σε απ(ι)χαν μυψ
βιεν αλ προβλεμα αχτωαλ δε λα δευδα δελ Τερχερ Μυνδο. Σι λοσ
πλανιφιαδορες δε λα πολ(ι)αχα ψ λοσ βανθυερος ηυβιεραν ατενιδο α
σος ρεχομενδαχιονεσ, ποδρ(ι) αν ηαβερ επιταδο λα τερριβλε σεχουελα
θυε πρεπι ῆ: πρεσταρ εν εξχεσο, φινανχιαρσε εν εξχεσο, αδιμιστραρ
μαλ λα δευδα, δεσπερδιχιαρ δινερο ψ υν ποσιβλε ινχυμπλιμιεντο.

Παρα Ηυμπε ελ χρῆδιτο νο δερα ναδα βυενο:

Λοσ αφυσος δε λοσ τεσορος [εν ποδερ δελ εσταδο] στον πελιγοσοσ
πορθυε σε απρεσυρα α χονφιαρλοσ α εμπρεσασ ριεσοσασ. Λοσ χονσε-
χυενχιασ δε λοσ αφυσος δε λοσ ηιποτεχασ στον α λν μ(σ) σεχυροσ ε ιν-
επιταβλεσ: ποβρεζα, ιμποτενχια ψ συρεχι ῆνα ποδερεσ εξτρανφεροσ.

Λοσ ναχιονεσ θυε πρεσυμεν συ χαπαχιδαδ δε ενχοντραρ θυῆ-
νεσ λεσ πρεστεν, σιεντεν λα τεναχι ῆν δε νο ιμπονερσε λῆμιτε
αλγυνο παρα δεροχηαρ δεσπυῆσ λοσ φονδοσ εν προμηχετοσ ιμπρ-
ουχητωσ:

Ρεσυλτα μυψ τεναδορ παρα υν μινιστρο ρεχυρριρ α μεδιδασ θυε
λο ηαγαν μυψ ποπυλαρ δυραντε συ αδιμιστραχι ῆν: νο ιμπονερ
φυερες ιμπυεστοσ α λα ποβλαχι ῆν υ οτροσ σαχρ(ι)φιοσ θυε λε αγα-
ρρεεν χρῆ(ι)αχα. Πορεσο τοδοσ λοσ γοβιερνοσ σιμπρε λο ηαχεν. Σερ(ι)α
ιγυαλμεντε ταν ιμπρυδεντε δαρλε α υν ηιφο πρ ῆδιγο υν πρῆσταμο
εν τοδοσ λοσ βανχοσ δε Λονδρεσ θυε δελεγαρ α υν εσταδιστα παρα
θυε δερε α λα ποστεριδαδ εσοσ χομπρομισσοσ.

Περο ταρδε ο τεμπρανο ηαμθυε παγαρ λοσ ιμπυεστοσ ψ λα χαργα
δελ σερπιχιου δε λα δευδα ρεχαερ(ι) εν λοσ ποβρεσ:

Λοσ ιμπυεστοσ θυε σε γραπαρ α φιρ δε παγαρ λοσ ιντερεσεσ στον...
υνα οπρεσι ῆν παρα λοσ μ(σ)σ ποβρεσ.

Εσοσ μισμοσ ιμπυεστοσ □περφυδιχαν ελ χομερχιου ψ δεσαλιενταν
λα ινδυστριασ, ινηιβιενδο ασ(ι) ελ δεσαρρολλο εχον ῆμιχο ψ χονδεναν
αλ παῖσ α υνα ποβρεζα περπετυα. Λα χαργα δε λα δευδα ταμβιῆν
εμποβρεχε α λοσ χομερχιαντεσ πρ ῆσπεροσ ψ α λοσ τερρατενιεντεσ
θυε χονσ(ι)τυνηεν λα βασε δε λα εσταβιλιδαδ ψ λιβερατ(ι) πολ(ι)αχα. Αλ
εμποβρεχερε λα χλασε μεδια:

Ψα νο θυεδα νιγγυνα δεφεנסα χοντρα λα τιραν(ι)α. Λοσ ελεχχιονεσ σε
γαναν χον ελ σοβορνο ψ λα χορρυχι ῆν. Εντονηεσ σοβρεπιενε σιεμ-

deuda mexicana con un descuento del 56%. Volkswagen pagó \$170 millones por \$283 millones de deuda mexicana, que cambió luego por el equivalente de \$260 millones de pesos. En una transacción más complicada CitiBank, al ser actor del mercado, pagó \$40 millones a otro banco por \$60 millones de deuda mexicana, que intercambió con el Banco de México —el banco central del país— por \$54 millones de pesos con los que más tarde Nissan amplió una planta armadora de camiones situada en las afueras de la ciudad de México.

¿A quién beneficia el swap de deuda por capital? Se supone que a todos pues de lo contrario no se llevaría a cabo. El banco acreedor se beneficia al eliminar de sus libros un préstamo improductivo o al recuperar por lo menos una parte del capital. El actor del mercado se beneficia evidentemente con las ganancias de la diferencia entre oferta y demanda del monto descontado de la deuda. El país menos desarrollado obtiene dos beneficios: el primero es la capacidad de liquidar un préstamo en moneda “dura” (generalmente con un descuento de su valor nominal), cuyo servicio por la deuda no puede cubrir con la moneda local. El segundo es la inversión productiva que se realiza en el país y que impulsará el desarrollo económico. El inversionista se beneficia al adquirir la moneda local necesaria para aprovechar el descuento derivado del tipo actual de cambio.

Los países del Tercer Mundo están abiertos sólo a los swaps de deuda por capital en ciertos tipos de inversión. Obtienen moneda local para redimir el préstamo en moneda dura acuñándola, lo cual, obviamente, aumenta la oferta del dinero y la inflación. Por eso permiten únicamente los swaps cuando los beneficios de la inversión sean mayores que el daño causado a la economía por un mayor índice inflacionario. Los tipos aceptables de inversión se destinan a:

πρε υν ινσουλταντε δεσποτισμο αλ δεσαπαρεχερ ελ εθυλιβριο εντρε ελ ποδερ δελ ραμ ψ ελ πνεβλο. Δεσπρεχιαδος πορ λα οπρεσι (ν θυε εφερχεν, λος τερρατενιεντες □φυντο χον λος χομερχιαντες□ εσπαρ (ν τοταλμεντε ιμποσιβιλιταδος παρα οπονερσε.

—Πυεδε ιμαγιναρ υν διαγν (στιχο μ(ς χερτερο δε λα σιτυαχι (ν πολί(χα εν μυχηασ ναχιονες δευδορασ δελ Τερχερ Μυνδο?

Ηυμε ινχλυσο πρεπι (λα εμιγραχι (ν δελ χαπιταλ, ασί χομο δε λα μανο δε οβρα, παρα εσχαπαρ δελ ψυγο δελ σερπιχιο δε λα δευδα εν ποδερ δε λος βανχος εξτρανφερος. Σε ραφιρ (α Ινγλατερρα, εντονχεσ υν πσί(σ συβδεσαρρολλαδο, εν λος σιγιεντες τ(ρμινος:

Λος εξτρανφερος ποσσειν γραν παρτε δε λος φονδος δε νυεστρο πσί(σ, εν χιερτο μοδο ηαχεν θυε ελ πνεβλο λες παγυε τριβυτος, μυχηασ πεχες ινχλυσο δομιναν α λα γεντε ψ α λα ινδυστρια.

Αλ χρεχερ λα δευδα δε υνα ναχι (ν, (στα τερμινα ρεβασανδο λα χαπαχιδαδ γραπαβλε παρα παγαρλα. Ηυμε πρεπι (θυε υνα πεζ αλχανζαδο εσε νιπελ σε ηαφ(αν ιντεντος παρα ρεχηαζαρ λα δευδα. Α διφερενχια δε λα ιδεα δε Ωαλτερ Ωριστον δε θυε λος γοβιερνος σοβερανος φαμ(ς ινχυμπλιρ(ν, Ηυμε σαστυπο θυε λο ηαφ(αν χον(πενχιδος δε θυε (λα ναχι (ν δεστρυπε ελ χρ(διτο πβλιχο ο (στε λα δεστρυιρ(α ελλα(.

Εν οπινι (ν δε Ηυμε, ελ ινχυμπλιμεντο δα(αρ(α λα χαπαχιδαδ χρεδιτ(χια σ(λο εν φορμα τεμποραλ. Λος βανχος σον ταν ολπιδαδι(ζος ψ πολυβλεσ θυε προντο πολπερ(ν α οφρεχερ πρ(σταμιος εν λος μισμος τ(ρμινος ταν γενεροσος ψ λα δευδα φλορεχερ(ηυαλ θυε αντες:

Λα ινγενυιδαδ δε λα ραζα ηυμανα εσ παλ, θυε προβαβλεμεντε α πεσαρ δελ πιολεντο χηοθυε χον ελ θυε σε οχασιοναρ(α υνα θυιεβρα πολυταρ(ια εν Ινγλατερρα, εν ποχο τιεμπο ρεπιπιρ(ελ χρ(διτο χομο αντες.

Ολσ(δενσε δε λας εξπεχτατιπασ ραχιοναλες, σε)αλα Ηυμε, ναδιε σε χομπορτα εν εσα φορμα τοδο ελ τιεμπο. Λα γεντε εστ(χονδε(ναδα α θυε σε λε ενγα)ε υνα ψ οτρα πεζ:

Λος ηομβρες δε τοδασ λας εδαδες μυερδεν ελ μισμο ανζυελο: χαιεν εν λας μισμασ τραμπασ υνα ψ οτρα πεζ. Λα ποπυλαριδαδ ψ ελ πατριοτισμο χοντιν (αν χομο ελ χαμινο δοραδο θυε χονδυχε αλ ποδερ ψ α λα τραν(α; λα λισονφα α λα τραχι (ν; λος αφ(ρχιτος εν πιε δε λυχηα α γοβιερνος αρβιτραριος. Ψ λα γλορια δε Διοσ α λος ιντερεσεσ τεμποραλες δελ χλερο.

Δεβιδο α λα ινγενυιδαδ δε λος πρεσταμιστας, (ελ μιεδο α υνα δεστρυχι (ν περμανεντε δελ χρ(διτο... εσ υν φαντασμα ινεγεσα(ρισ(Εν ρεαλιδαδ υνα ναχι (ν θυε αχαβα δε ινχυμπλιρ εσ θυιζ(υν ρεσγο μ(ς αχεπταβλε θυε υνα θυε τοδαπ(α νο λο ηαχε:

Υν πιλλο οπυλεντο... εσ υν μεφορ δευδορ θυε υν βανθυερο ηονεστο εν θυιεβρα: παρα σεγυιρ χον σασ νεγοχιος αλ πριμερο λε χονπιενε λιθυιδαρ σασ δευδας χυανδο νο σον εξορβιταντες; ελ σεγυνδο νο πυεδε ηαχερλο.

Ηε αθυ(ελ χονσαρο δε Ηυμε αλος αχερεδορες: πρεστέν χον πρυ(δενχια. Υνα πεζ θυε υν πσί(σε εν δευδε μ(ς αλλ(δε συ χαπαχιδαδ γραπαβλε, σεντιρ(λα φυαρτε τενταχι (ν δε ινχυμπλιρ. Δεσδε συ πυντο δε πιστα σερ(μενος χοστοςο ρεχηαζαρ λα δευδα θυε σανγαρ α λα ποβλαχι (ν εν υν πανο εσφυερζο πορ παγαρ ελ σερπιχιο δε λα δευδα.

Ηυμε πρεπι (μυχηασ χοσασ, περο νο ερα ινφαλιβλε. Πρεδιφο θυε αλ χαβο δε 50 (σος Ινγλατερρα ινχυμπλιρ(α συ ενορμε ψ χρεχιεντε δευδα. Συ προν (στιχο νυνχα σε ματεριαλιζ((λα χαπαχιδαδ δε παγο δε Ινγλατερρα συπερ (σος εστιμαχιονες.

Φυεντε: *Τηε Οαλλ Στραεετ θουρναλ*, 21 δε φεβρερο δε 1989, π. Α20. Ρεμπρεσο χον αυτοριζαχι (ν δε *Τηε Οαλλ Στραεετ θουρναλ*, ♣ 1989 Δοω θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδος λος δερεχηος ρεσερπαδος εν ελ μυνδο.

1. Industrias orientadas a la exportación —la automotriz entre ellas— que aporten moneda dura.
2. Industrias de alta tecnología que acrecienten las exportaciones, que aporten la base tecnológica del país y que desarrollen las habilidades de la población.
3. Industria turística —hoteles de temporada, por ejemplo— que aumenten el turismo y los visitantes que traen moneda sólida.
4. Proyectos de vivienda para la población de bajos ingresos que eleven el nivel de vida de algunos sectores.

La solución: los bonos Brady

www.brady.net

Este sitio ofrece información actualizada acerca de los bonos Brady.

En la actualidad, la mayor parte de las naciones endeudadas y de los bancos acreedores coinciden en que la crisis ya pasó. Se le atribuye al secretario del Tesoro de Estados Unidos durante la primera gestión del presidente Bush, Nicholas F. Brady, en gran parte haber diseñado, en la primavera de 1989, una estrategia para resolver el problema. La solución consistió en ofrecerles a los bancos tres opciones: (1) convertir sus préstamos en bonos negociables con un valor equivalente a 65% del monto original, (2) convertirlos en bonos colateralizados con una reducción de 6.5% en la tasa de interés, o (3) prestar más fondos para que las naciones endeudadas se recuperen. Como cabe suponer, pocos bancos eligieron la tercera opción. La segunda opción requería ampliar el vencimiento de la deuda entre 25 y 30 años; además, de comprar los bonos de cupón cero del Tesoro de Estados Unidos con un vencimiento que los garantizara y los hiciera negociables. Se les conoce con el nombre de **bonos Brady**.

En 1992 ya se habían negociado esta clase de contratos en muchos países: Argentina, Brasil, México, Uruguay, Venezuela, Nigeria y Filipinas. En agosto de 1992, 12 de las 16 grandes naciones deudoras habían firmado acuerdos de financiamiento que representaban 92% de la deuda vigente de sus bancos. En total más de \$100 000 millones de la deuda de los bancos había sido convertida en bonos Brady.

Crisis de los bancos japoneses

El sistema bancario japonés terminó el año fiscal del 2003 con su séptimo déficit en nueve años.⁹ Las pérdidas acumuladas en ese lapso ascendían a ¥20 billones (\$190 000 millones de dólares de Estados Unidos), cantidad equivalente aproximadamente a 80% del capital de los accionistas al iniciarse ese periodo. Superficialmente el sistema bancario japonés da una apariencia saludable, con una razón de capital de casi 12%. Sin embargo, el porcentaje disfraza el hecho de que un gran porcentaje del capital proviene de una combinación entre fondos públicos y créditos de impuestos diferidos que sólo puede realizarse como compensación de las utilidades en un periodo de tres años. Sin embargo, la capacidad de los bancos japoneses para obtener utilidades despierta dudas. Un problema fundamental es el bajo margen que se carga a los créditos, el cual se debe a una fuerte competencia del financiamiento patrocinado por el gobierno, a su presión para otorgar préstamos a empresas pequeñas en condiciones favorables y a que los banqueros vacilan en cobrar una tasa adecuada a clientes con quienes tienen una relación personal.

La historia de la crisis de los bancos japoneses es resultado de una compleja combinación de eventos y de la estructura del sistema financiero. En Japón, los bancos comerciales siempre han sido el brazo financiero y el centro de un grupo colaborador de empresas llamado *keiretsu*. Los integrantes de este grupo tienen una participación cruzada en el capital, además de vínculos comerciales y crediticios. Rara vez se negocian estas acciones. Los bancos frecuentemente son grandes accionistas entre los miembros del *keiretsu*, que a su vez tienden a tener un mayor apoyo que las compañías estadounidenses. La sólida economía japonesa de fines de la década de 1980, impulsada por los grandes superávits comerciales, creó un ambiente económico que aceleró rápidamente el precio de los activos financieros y reales. Los bancos japoneses, inundados de efectivo y deseosos de ganar participación en el mercado mundial, empezaron a prestar mucho dinero en el país y en el exterior; gran parte del cual consistía en préstamos hipotecarios. Durante este periodo, las compañías tenían problemas menores en el pago por el servicio de deuda.

Con el colapso del mercado accionario japonés, comenzó una espiral descendente de la economía de este país y, especialmente, de los bancos. La burbuja del mercado accionario reventó a fines de 1989. En marzo del 2005, éste tenía menos de una tercera parte del valor que alcanzó en el periodo de mayor auge. El receso de la economía y la caída del valor de los bienes raíces puso en peligro enormes cantidades de préstamos bancarios a las empresas. Además, la recesión simultánea de la economía de Estados Unidos hizo disminuir el valor de las inversiones en bienes raíces allí.

La situación del sistema bancario japonés es realmente sombría, pero da la impresión de mejorar. En el 2002 los préstamos no cumplidos ascendieron a ¥32 billones (\$245 000 millones de dólares de Estados Unidos). Los grandes bancos se habían esforzado por reducir a la mitad esa cantidad en marzo del 2005. Con las bajas tasas actuales de interés, a los clientes no les resulta difícil pagar periódicamente los intereses. Más aún, gracias a las tasas bajas ha disminuido a los bancos el costo de conservación en los libros de los préstamos no cumplidos. Pero se duda que puedan pagar el servicio de la deuda cuando las tasas de interés aumenten o que tengan el incentivo o los medios para liquidarlos. Difícilmente la crisis se remediará pronto. Esto es a causa de dos factores: primero, el sistema financiero no cuenta con una infraestructura legal que permita reestructurar los préstamos incobrables. Segundo, los gerentes de los bancos no tienen un fuerte incentivo para abandonar las prácticas obsoletas de negocios, debido a las interrelaciones existentes entre los accionistas y los clientes de los bancos.

⁹ Gran parte de esta explicación se basa en *Informes anuales* 72 y 74 de BIS.

La crisis asiática

Como señalamos en el capítulo 2, la crisis inició a mediados de 1997 cuando Tailandia devaluó el baht. En consecuencia, también otros países asiáticos devaluaron su moneda y la dejaron flotar, por lo que terminaron así su valor ligado al dólar de Estados Unidos. Nunca habían experimentado los mercados financieros internacionales una turbulencia tan generalizada desde la crisis de la deuda de los países menos desarrollados. Los problemas que comenzaron en Tailandia no tardaron en afectar a otras naciones del continente y también a los mercados emergentes de otras regiones.¹⁰

Un dato interesante es que a la crisis asiática le siguió un periodo de expansión económica financiada por ingresos de capital privado sin precedentes. Los banqueros de los países pertenecientes al G-10 intentaban financiar las oportunidades de crecimiento en Asia, al proveer a las empresas de la región de una amplia gama de productos y servicios. El ingreso de capital favorecía las burbujas de precios nacionales en Asia Oriental, sobre todo en los bienes raíces. La liberalización simultánea de los mercados financieros también contribuyó a las burbujas de los precios de los activos financieros. Además, la estrecha interrelación común entre las compañías comerciales y las instituciones financieras de Asia propiciaron decisiones poco acertadas de inversión.

La exposición al riesgo de las instituciones de crédito en Asia Oriental afectó principalmente a los bancos locales y a las firmas comerciales, no a los gobiernos como sucedió en la crisis de los países menos desarrollados. Quizá se supuso que el gobierno acudiría al rescate de los bancos privados en caso de que surgieran problemas financieros. La historia del crecimiento manejado en la región indica al menos la posibilidad de que el sistema económico y financiero como una unidad integral podría manejarse en una recesión. No fue así. La crisis asiática es la más reciente y constituye un ejemplo más de que los bancos otorgan préstamos riesgosos.

Es dudoso que con las crisis internacionales de la deuda y con la asiática, los bancos hayan aprendido la lección de los riesgos que entraña prestar a los gobiernos o fondos cuantiosos a ciertas regiones del mundo. Por alguna razón los banqueros siempre están dispuestos a otorgar créditos cuantiosos a personas con poca capacidad de pago. Sea como fuere, no tienen excusa por no evaluar rigurosamente los riesgos de una inversión o crédito. Al conceder un préstamo a un gobierno o a particulares en lugares remotos del mundo, se corren riesgos especiales; entonces se justifica analizar debidamente los factores económicos, políticos y sociales que constituyen el **riesgo político**. Es un tema que encajaría perfectamente en nuestra exposición, pero se tratará en el siguiente capítulo dedicado al mercado internacional de bonos y en el capítulo 16 dedicado a la inversión extranjera directa.

RESUMEN

En este capítulo se explican tres grandes temas: la banca internacional, el mercado internacional de dinero y la crisis de la deuda en el Tercer Mundo. Inicia una serie de cinco capítulos dedicados a los mercados e instituciones financieras mundiales.

1. Los bancos internacionales se distinguen por el tipo de servicios que ofrecen. Facilitan a sus clientes las importaciones y exportaciones al otorgarles financiamiento mercantil. También se ocupan del intercambio de divisas, ayudan a protegerse contra la exposición al tipo de cambio, comercian con divisas por su cuenta y los productos de derivados monetarios. Algunos atraen depósitos en moneda extranjera y prestan divisas a los clientes de bancos no nacionales. Además, a veces participan en la suscripción de bonos internacionales si lo permiten las regulaciones de la banca.

¹⁰ Esta sección se funda principalmente en la exposición sobre la crisis asiática publicada en *International capital markets: developments, prospects, and key policy issues* (Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C.), septiembre 1998, pp. 1-16, y en el trabajo del Banco Internacional de Pagos titulado "Supervisory lesson to be drawn from the asian crisis", junio 1999.

2. La banca internacional tiene varios tipos de oficinas, entre las que se encuentran: de relaciones con bancos corresponsales; oficinas representativas; sucursales, subsidiarias y filiales en el extranjero; bancos que se ajustan a la Ley Edge; centros bancarios en el extranjero; oficinas de la banca internacional. Varían considerablemente las razones de los diversos tipos de oficina y de servicios que ofrece la banca internacional.
3. El mercado de euromonedas es la base del mercado internacional de dinero. La euromoneda es un depósito temporal hecho en un banco ubicado en otro país diferente al que la emitió. Por ejemplo, los eurodólares que constituyen la mayor parte del mercado son depósitos de dólares de Estados Unidos en bancos fuera de este país. El mercado de euromonedas tiene su sede en Londres. Los eurobancos son instituciones internacionales que captan depósitos en euromonedas y conceden préstamos en esa misma divisa. En este capítulo se explican la creación y naturaleza de los eurocréditos, es decir, préstamos en euromonedas.
4. Otros instrumentos del mercado internacional de dinero son los contratos con tasas futuras, los europagarés y el papel eurocomercial.
5. La adecuación del capital o capital suficiente indica la cantidad de capital fijo y otros valores que un banco conserva como reserva contra activos riesgosos a fin de aminorar la probabilidad de una quiebra. El Acuerdo de Basilea de 1988 creó un modelo para determinar las necesidades de adecuación de capital de los bancos internacionales. Se centró en dos aspectos de la banca: captación de depósitos y préstamos. Así pues, el tema principal fue el riesgo crediticio. El acuerdo ha sido adoptando en todo el mundo por los reguladores de la banca nacional. Las transacciones bancarias con acciones, tasa de interés y productos derivados del tipo de cambio alcanzó un gran auge en la década de 1990. Muchos de esos instrumentos ni siquiera existían cuando se preparó el acuerdo. En consecuencia, los requisitos de adecuación del capital (capital suficiente) no lograron proteger contra el riesgo de mercado. Además, el acuerdo original no contemplaba el riesgo operacional que abarca cosas como fallas de computadora, documentación deficiente y fraude. En el 2004, una nueva delimitación del capital suficiente conocido comúnmente como el Basilea II se aceptó por los gobernadores de los bancos centrales y por los supervisores bancarios de los países del G-10. Esto requiere el respaldo de un capital mínimo de 8% de riesgo de los créditos, el mercado y las operaciones. Se prevé implementarlos a fines del 2006.
6. La crisis internacional por la deuda se debió a que los bancos prestaron más de lo que deberían a los gobiernos soberanos del Tercer Mundo. Comenzó en la década de 1970 cuando los países miembros de la OPEP inundaron los bancos con enormes cantidades de eurodólares que se tenían que prestar para cubrir los intereses de estos depósitos. Ante el subsecuente colapso de los precios del petróleo, un alto desempleo e inflación, muchos países menos desarrollados no pudieron pagar el servicio de la deuda. Las enormes sumas pusieron en peligro a algunos de los bancos más grandes del mundo, en particular los de Estados Unidos que habían prestado la mayor parte del dinero. Los swaps de deuda por capital fueron un instrumento con que algunos se liberaron del problema. Pero la principal solución fueron los bonos Brady, que permitían reducir el servicio de la deuda y ampliar el vencimiento de los préstamos a un futuro lejano.
7. La crisis asiática empezó a mediados de 1997. Iniciada en Tailandia, pronto afectó a otros países de la región y también a los mercados emergentes de otras partes del mundo. Desde la crisis de la deuda en los países en desarrollo, nunca los mercados financieros habían sufrido una turbulencia tan generalizada. La crisis sobrevino tras un periodo de expansión económica financiada por un ingreso sin precedentes de capital privado. Los banqueros de los países industrializados buscaban afanosamente financiar las oportunidades de crecimiento. Hubo una diferencia entre ambas crisis: la exposición al riesgo en el Asia Oriental se refería fundamentalmente a los bancos locales y a las firmas comerciales, no a los gobiernos como en el caso de la deuda de los países subindustrializados. Con todo, no se evaluaron correctamente los riesgos políticos ni económicos. La crisis asiática es el ejemplo más reciente de la multitud de préstamos sin suficiente garantía que otorgan los bancos comerciales.

TÉRMINOS CLAVE

Acuerdo de Basilea, 272	centro bancario en el extranjero, 271	países en vía de desarrollo, 279
adecuación de capital o capital suficiente de los bancos, 272	certificado de depósito negociable (CDN), 275	papel eurocomercial, 279
banco con sucursales en el extranjero	contrato con tasa a plazo o forward (CTP), 277	relación con banco corresponsal, 269
banco de la ley Edge, 270	consorcio, 276	riesgo político, 285
banco de servicios múltiples, 267	crisis internacional por la deuda, 279	servicios de la banca internacional (SBI), 271
banco filial, 270	eurobanco, 274	swap de deuda por capital, 281
banco mercantil, 267	eurocrédito, 276	Tasa interbancaria ofertada del euro (EURIBOR), 275
banco subsidiario, 270	euromonedas, 274	Tasa interbancaria ofertada de Londres (LIBOR), 274
banco universal, 267	europagaré, 279	
bonos Brady, 283	oficina representativa, 269	

CUESTIONARIO

1. Explique brevemente algunos de los servicios que la banca internacional presta a sus clientes y al mercado.
2. Explique brevemente los tipos de oficinas de la banca internacional.
3. ¿En qué se distinguen la comisión y el interés sobre depósito y préstamos en el mercado de eurodólares y la comisión vigente en el sistema bancario de Estados Unidos? Explique su respuesta.
4. ¿En qué se distingue el mercado de europagarés y el de papel eurocomercial?
5. Exponga brevemente la causa y la solución (o soluciones) de la crisis de los bancos internacionales que afectan a los países menos desarrollados.
6. ¿Qué advertencia hizo David Hume, filósofo y economista escocés del siglo xviii respecto a la concesión de préstamos a gobiernos soberanos?
7. ¿Con qué métodos cuenta un banco internacional para estimar el riesgo crediticio según el acuerdo de Basilea II?

PROBLEMAS

1. Grecian Tile Manufacturing de Athens (Georgia) obtiene de un banco de Londres un préstamo por \$1 500 000 con la tasa LIBOR más un margen de financiamiento de 1.25% anual con renovación semestral. Si la tasa LIBOR semestral es de $4\frac{1}{2}\%$ en el primer semestre y de $5\frac{3}{8}\%$ en el segundo semestre, ¿cuánto pagará la compañía de intereses en el primer año del préstamo en eurodólares?
2. Un banco vende un contrato de tasa a plazo por \$3 millones “tres frente a seis” trimestral contado a partir de hoy y que terminará dentro de seis meses. El contrato se propone cubrir el riesgo de la tasa de interés debido a que los vencimientos no coinciden porque se concedió un préstamo trimestral en eurodólares y se aceptó un depósito semestral en eurodólares. La tasa contratada con el comprador es 5.5%. El periodo trimestral del contrato abarca 92 días. Suponga que a los tres meses contados a partir de hoy la tasa de liquidación sea $4\frac{7}{8}\%$. Calcule cuánto vale el contrato y quién paga a quién, esto es, si el comprador paga al vendedor o a la inversa.
3. Suponga que la tasa de liquidación en el problema 2 sea $6\frac{1}{8}\%$. ¿Cuál será la solución en este caso?
4. La tasa de un contrato con tasa a plazo de “tres frente a nueve” es 4.75%. Usted piensa que la tasa semestral LIBOR será 5.125% al cabo de tres meses. Opta por tomar una posición especulativa en un contrato de tasa a plazo con un valor nominal de un millón de dólares. El periodo del contrato abarca 183 días. Decida si debería comprar o vender el contrato y cuál utilidad esperaría si acierta en su pronóstico respecto a la tasa semestral LIBOR.

5. Recuerde el problema del contrato con tasa a plazo que planteamos en el ejemplo 11.2. Muestre cómo el banco podría utilizar una posición en contratos de futuros de euros dólares (capítulo 7) para proteger el riesgo de la tasa de interés provocado por dos vencimientos diferentes: el del depósito semestral de tres millones en euros dólares y la renovación del eurocrédito indexado a tres meses con la tasa LIBOR. Suponga que el banco puede tomar una posición en los contratos de futuros del eurodólar que vencen en tres meses y cuyo precio de futuros es 94.00.
6. El efecto Fisher (capítulo 6) indica que las tasas de interés nominales no son iguales en los países debido a las diferencias de sus tasas de inflación. Teniendo en cuenta este efecto y su análisis de las tasas de interés anuales en euromonedas incluidas en la ilustración 11.3, ordene jerárquicamente las monedas de los ocho países con atención al momento de la prima por inflación incorporada a las tasas nominales vigentes al 3 de marzo del 2005.
7. Un banco con operaciones internacionales tiene un portafolio de \$500 millones en inversiones y en créditos. De ellos, \$100 millones corresponden a las reclamaciones de los gobiernos con una calificación de crédito AAA, \$100 millones corresponden a las reclamaciones de las empresas con una calificación de crédito AAA, \$100 millones corresponden a reclamaciones de los gobiernos con una calificación de crédito A, otros \$100 millones corresponden a reclamaciones de empresas con una calificación de crédito A y \$100 millones son reclamaciones de empresas con una calificación de crédito B. ¿Cuál es el nivel mínimo del capital conforme al Acuerdo de Basilea II que el banco ha de mantener mediante el método estandarizado de valorar el riesgo crediticio? No olvide presentar el valor de los activos de riesgo ponderado y el monto del capital del banco.

EJERCICIOS DE INTERNET



1. En la ilustración 11.5 se compara la diferencia entre la tasa preferencial de préstamo y la tasa LIBOR en dólares. Visite el sitio web Bloomberg www.bloomberg.com/markets/rates.index.html para que visualice la diferencia actual y la diferencia de un mes a un año antes.
2. En este capítulo se señaló que los bancos universales prestan muchos servicios a sus clientes corporativos. Un ejemplo de ellos es Bank of America, uno de los más grandes del mundo. Si quiere visualizar los servicios globales de este tipo de instituciones visite www.corp.bankofamerica.com.
3. Visite Brady Net, Inc. en www.bradynet.com. Presione sobre el vínculo “Ratings” y luego en “General ratings and history”. Compare y contraste después las calificaciones de crédito que los servicios especializados asignan a varios países.

MINICASO

Expansión de Detroit Motors en América Latina

Ες σεπτεμβρε δε 1990 η Δετροιτ Μοτορσ δε Δετροιτ (Μιχηγιαν) αναλίζαλα χονπενιενχια δε ινσ-τάλαρ υνα πλανάτα εν Αμ|ρίχα Λατινα παρα ενσαμβλαρ υν νυεπο πεη|χλο υπλιταριο θυε αχαβα δε δισε)αρ. Σεγ|ν συσ εστιμαχιονεσ, λοσ γαστοσ δε χαπιταλ ασχενδερ(ν α Ξ65 μιλλονεσ. Νο εξιστε αλλ| υν περδαδερο μερχαδο παρα εστα χλασε δε πεη|χλοσ η προχτιχαμεντε τοδα λα προδυχχι|ν σε εξπορταρ(α Εσταδοσ Υνιδοσ. Πεσε α ελλο υνα πλανάτα ενσαμβλαδορα εσ απραχτιπα πορ δοσ ραζονεσ αλ μενοσ. Εν πριμερ λυγαρ, σε πρεπ| θυε λοσ χοστοσ δε μανο δε οβρα σεαν λα μιταδ δε λο θυε δεβερία παγαρσε εν Εσταδοσ Υνιδοσ α λοσ τραβαραδορεσ σινδιχαλιζαδοσ. Λα πλανάτα σερ(νυεπα η σε δεστιναρ(α υν πεη|χλο ρεχ|ν δισε)αδο, πορ εσο λα χομποα|α νο εσπερα θυε ελ σινδιχατο εσταδουνιδενσε πογγα τραβασ α λα χονστρυχχι|ν δε λα πλανάτα εν Αμ|ρίχα Λατινα. Εν σεγυνδο λυγαρ, ελ διρεχτορ δε φινανζασ εστ(σεγυρο δε θυε πυεδε οβτενερσε υν σωαπ δε δευδα πορ χαπιταλ πορ λο μενοσ χον υνο δε λοσ πα|σεσ θυε νο ηαν λογραδο παγαρ ελ σερπι-χιο δε λα δευδα χοντρα|δα πορ συ γοβιερνο χον αλγυνοσ δε λοσ πρινχιπαλεσ βανχοσ εσταδουνι-δενσεσ.

Εν ελ ν|μερο δε λα ρεπιστα Βαρρον|σ δελ 10 δε σεπτεμβρε δε 1990 σε πυβλιχαρον λοσ σιγυιεντεσ πρεχιουσ (χενταποσ εν δ|λαρεσ) δε λα δευδα δε λοσ βανχοσ λατινοαμεριχανοσ:

Βρασίλ	21.75
Μΐξιχο	43.12
Αργεντινα	14.25
ζενεζυελα	46.25
Χηίλε	70.25

Αλ διρεχτορ δε φινανζασ νο λε αγραδα ελ νιπελ δελ ριεσγο πολΐτιχο δε Βρασίλ ψ δε Αργεντινα, πορ λο χυάλ δεχιδι Γ νο τενερλοσ εν χυεντα. Τρασ αλγυνας ρευνιονεσ πρελιμινारेσ χον λοσ βανχοσ χεντραλεσ δε Μΐξιχο, δε ζενεζυελα ψ Χηίλε, δεσχυβρι Γ θυε εσασ τρεσ ναχιονεσ θυιερεν υνα πρεσενταχι Γν πορμενοριζαδα δελ τιπο δε πλαντα θυε Δετροιτ Μοτορσ προμπεχτα χονστρυιρ, χυντο τιεμπο ταρδαρΐν, χυντοσ λογαλεσ υτιλιζαρΐν ψ ελ ν |μερο δε υνιδαδεσ θυε φαβριχαρΐν αλ α)ο. Παρα πρεπαραρ ψ ηαχερ εσασ πρεσενταχιονεσ σε ρεθυιερε τιεμπο, πορ ελλο αλ διρεχτορ δε φινανζασ λεγυσαρΐα τραπαρ πριμερο χον ελ χανδιδατο μζσ απραχπω. Σε εντερ Γ δε θυε ελ Βανχο Χεντραλ δε Μΐξιχο ρεσχαταρΐ συ δευδα α υν παλορ δε 80% μεδιαντε υν σωαπ δε δευδα πορ χαπατάλ. ζενεζυελα λο ηαρΐ α 75% ψ Χηίλε α 100%. Παρα ελ διρεχτορ ελ πριμερ πασο εσ υν ανλγισισ βασαδο εζχλυσιτωαμεντε εν χονσιδεραχιονεσ φινανχιερασ, α φιν δε δετερμιναρ χυλ παΐσ παρεχε ελ χανδιδατο μζσ πιαβλε. Λε πιδεν α υστεδ θυε χολαβορε εν ελ ανλγισισ. «Θυΐ λε ρεχομενδαρΐα?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bank for International Settlements, "Supervisory lessons to be draw from the asian crisis", basado en Bank for International Settlements, junio de 1999.
- , *72nd. Annual Report*, basado en Bank for International Settlements, julio de 2002.
- , *74th. Annual Report*, basado en Bank for International Settlements, julio de 2004.
- , *International convergence of capital measurement and capital standards: a revised framework*, basado en Bank for International Settlements, julio de 2004.
- Bodie, Zvi, Alex Kane y Alan J. Marcus, *Investments*, 6a. ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2005.
- Dufey, Gunter y Ian Giddy, *The international money market*, 2a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J., 1994.
- Goldberg, Lawrence G. y Robert Grosse, "Location choice of foreing bank in the United States", *Journal of Economics and Business*, núm. 46, 1994, pp. 367-379.
- Hultmann, Charles W., *The environment of international banking*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, N.J., 1990.
- Fondo Monetario Internacional, *International capital markets: part II. Systemic issues in international finance*, FMI, Washington, D.C., agosto de 1993.
- , *International capital markets: Developments, prospects and key policy issues*, FMI, Washington, D.C., septiembre de 1993.
- Rivera-Batiz, Francisco L. y Luis Rivera-Batiz, *International finance open economy macroeconomics*, 2a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, N.J., 1994.
- Rugman, Alan M. y Shyan J. Kamath, "International diversification and multinational baking", en Khoury, Sarkis J. y Alo Ghosh (eds.), *Recent development in international banking and finance*. Lexington books, Lexington, Mass., 1987.

11A Creación de la euromoneda

A manera de ilustración estudie el siguiente ejemplo simplificado de cómo se crearon los eurodólares. Suponga que un importador estadounidense compra \$100 de mercancía a un exportador alemán y que le paga extendiéndole un cheque por esa cantidad con cargo a su cuenta en Estados Unidos (depósito a la vista). Suponga además que el exportador alemán pone el cheque en un depósito a la vista en un banco de Estados Unidos (que en realidad representa al sistema bancario comercial de ese país). Esta transacción puede representarse en forma de cuentas T, donde los cambios del activo están a la izquierda y los del pasivo a la derecha así:

Βανχο χομερχιαλ εσταδουνιδενσε	
	<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>
	Ιμπορταδορ εσταδουνιδενσε Ξ100
	Εξπορταδορ αλεμ<ν Ξ100

En este momento lo único que ha cambiado en el sistema bancario de Estados Unidos es que la propiedad de los \$100 en depósitos a la vista se ha transferido del control nacional al extranjero.

El exportador alemán difícilmente dejará los fondos mucho tiempo en esa cuenta, pues no genera intereses. Si no los necesita para operar su negocio, podrá invertirlos temporalmente en un banco fuera de Estados Unidos y recibir una tasa mayor que si los coloca en un depósito temporal de ese país. Suponga que lo cancela y los transfiere a un eurobanco de Londres. Éste le acredita un depósito temporal de \$100 y los incluye en la cuenta (depósito a la vista) de su banco corresponsal del banco estadounidense (sistema bancario). Estas transacciones se representan así en las cuentas T:

Βανχο χομερχιαλ εσταδουνιδενσε	
	<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>
	Εξπορταδορ αλεμ<ν Ξ100
	Ευροβανχο δε Λονδρεσ Ξ100

Ευροβανχο δε Λονδρεσ		
<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>		
Βανχο εσταδουνιδενσε Ξ100	<i>Δεπ/σιτος τεμποραλεσ</i>	
	Εξπορταδορ αλεμ<ν Ξ100	

Cabe hacer dos precisiones al respecto. En primer lugar, la propiedad de los \$100 del depósito a la vista se ha transferido nuevamente (del exportador alemán al eurobanco de Londres), pero los \$100 permanecen íntegros en el depósito del banco estadounidense. En segundo lugar, el depósito temporal de \$100 en el eurobanco representa la creación de eurodólares. El depósito

existe *además* de los dólares colocados en Estados Unidos. De ahí que ningún dólar haya salido del sistema bancario de ese país al crear eurodólares.

El eurobanco de Londres pronto empezará a prestar dólares, pues no puede darse el lujo de pagar intereses sobre un depósito temporal que no genere rendimientos. ¿A quién se los prestará? Sin duda a quien los necesite para una transacción de negocios en esa moneda o a un inversionista que quiera invertir en Estados Unidos. En el supuesto de que un importador holandés obtenga un préstamo por \$100 del eurobanco, para comprarle a un exportador estadounidense mercancía que venderá después en los Países Bajos. He aquí las cuentas T que representan esas operaciones:

Eurobanco δε Λονδρες	
<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>	
Βανχο εσταδουνιδενσε	Ξ100
<i>Πρ/σταμος</i>	
Ιμφορταδορ ηολανδ/σ	Ξ100

Βανχο χομερχιαλ εσταδουνιδενσε	
	<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>
	Ευροβανχο δε Λονδρες
	Ξ100
	Ιμφορταδορ ηολανδ/σ
	Ξ100

Ιμφορταδορ ηολανδ/σ	
<i>Δεπ/σιτος α λα πιστα</i>	
εν βανχο εσταδουνιδενσε	Ξ100
	<i>Πρ/σταμο δε</i>
	Ευροβανχο δε Λονδρες
	Ξ100

En las transacciones se ve lo siguiente: a cambio de un préstamo de \$100 el eurobanco de Londres transfiere la propiedad de \$100 de sus depósitos a la vista en el banco comercial de Estados Unidos al exportador holandés.

Este último extenderá un cheque contra el depósito para pagarle la mercancía al exportador de Estados Unidos, quien a su vez pondrá el cheque en su depósito a la vista en el banco estadounidense. He aquí como se representan las operaciones anteriores:

Ιμφορταδορ ηολανδ/σ	
<i>Δεπ/σιτο α λα πιστα εν υν</i>	
βανχο δε Εσταδος Υνιδος	Ξ100
Ινπενταριο	Ξ100

Εξφορταδορ εσταδουνιδενσε	
Ινπενταριο	Ξ100
<i>Δεπ/σιτο α λα πιστα εν υν</i>	
βανχο εσταδουνιδενσε	Ξ100

Βανχο χομερχιαλ εσταδουνιδενσε	
	<i>Δεπ/σιτο α λα πιστα</i>
	Ιμφορταδορ ηολανδ/σ
	Ξ100
	Εξφορταδορ εσταδουνιδενσε
	Ξ100

Las cuentas T muestran que los \$100 en depósitos a la vista en el banco estadounidense han cambiado de dueño: pasaron del control del importador holandés al exportador estadounidense o sea de propiedad extranjera a propiedad de Estados Unidos. En cambio, los \$100 iniciales nunca salieron del sistema bancario de ese país.

PREGUNTA

Explique la creación de la euromoneda.

12 Mercado internacional de bonos

Mercados de bonos mundiales: un enfoque estadístico

Bonos extranjeros y eurobonos

Bonos al portador y bonos registrados

Normas de seguridad nacional

Retención de impuestos

Otros cambios regulatorios recientes

Bonos globales

Tipos de instrumentos

Emisiones de tasa fija

Europagarés a mediano plazo

Pagarés de tasa flotante

Bonos relacionados con el capital

Bonos cupón cero

Bonos de moneda doble

Distribución de la moneda, nacionalidad y tipo de emisor

Calificaciones de crédito en el mercado internacional de bonos

Estructura y prácticas del mercado de eurobonos

Mercado primario

Mercado secundario

Procedimientos de compensación

Índices del mercado internacional de bonos

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: eurobonos de Sara Lee Corporation

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE CAPÍTULO se continúa con el estudio de los mercados e instituciones internacionales de capital, pero ahora concentrándonos en el mercado de bonos. La información será de gran utilidad para el director de finanzas de una multinacional que desee contratar capital de deuda en el mercado internacional de bonos, así como para el inversionista internacional en busca de valores de renta fija.

El capítulo se inicia con un breve análisis estadístico que muestra el tamaño de los mercados mundiales de bonos y las principales monedas en que se denominan los bonos. En la siguiente sección se presentan algunas definiciones que describen exactamente lo que se entiende por mercado internacional de bonos. Después describimos lo que distingue a esos segmentos del mercado y las clases de bonos que se negocian en ellos. A continuación estudiamos la distribución monetaria en el mercado, la nacionalidad y el tipo de prestatario. Posteriormente abordamos las prácticas comerciales en el mercado de eurobonos. El capítulo termina con una explicación de las calificaciones internacionales del crédito de bonos y los índices del mercado de bonos que facilitan el análisis del desempeño.

Mercados de bonos mundiales: un enfoque estadístico

En la ilustración 12.1 se ofrece un resumen de los mercados mundiales de bonos. Se incluyen los importes de los bonos nacionales e internacionales pendientes de cobro denominados en las principales monedas. Se observa que al final de 2003 su valor nominal en dólares era aproximadamente de 51 395.8 billones de dólares. Los bonos nacionales representan la proporción mayor de ellos: 40 293.3 billones de dólares, cifra que equivale a 78% del total.

ILUSTRACIÓN 12.1

Montos de los bonos nacionales e internacionales en circulación
 (a finales de 2003 en billones de dólares de Estados Unidos)

Μονεδα	Ναχιοναλ	Πορχενταφε	Ιντερναχιοναλ	Πορχενταφε	Τοταλ	Πορχενταφε
Δ (λαρ δε Εσταδος Υνιδος	17 930.7	44.5	4 492.5	40.5	22 423.2	43.6
Ευρο	8 436.4	20.9	4 834.5	43.5	13 270.9	25.8
Λιβρα εστερλινα	1 274.6	3.2	778.7	7.0	2 053.3	4.0
Ψεν	8 145.0	20.2	488.6	4.4	8 633.6	16.8
Οτρασ	4 506.6	11.2	508.2	4.6	5 014.8	9.8
Τοταλ	40 293.3	100.0	11 102.5	100.0	51 395.8	100.0

Φουεντε: Ταβλα ρεαλιζαδα χον δατος δε λας ταβλασ 13B η 16A, π. 87 η 89, ρεσπεχιταμεντε, δε *Ιντερναχιοναλ Βανκινη ανδ Φιναχιαλ Μαρκετ Δεσπελοπιμεντα*, Βονχο Ιντερναχιοναλ δε Παρος, φουιο 2004.

En la ilustración 12.1 vemos que el dólar de Estados Unidos, el euro, la libra esterlina y el yen son las cuatro monedas en que se denominan la mayoría de bonos nacionales e internacionales. Proporcionalmente más bonos nacionales que bonos internacionales se denominan en dólares (44.5% frente a 40.5%) y en yenes (20.2% frente a 4.4%). En cambio, más bonos internacionales se denominan en euros (43.5% frente a 20.9%) y en libras esterlinas (7.0% frente a 3.2 por ciento).

Bonos extranjeros y eurobonos

El mercado internacional abarca dos segmentos básicos: bonos extranjeros y eurobonos. Un **bono extranjero** es aquel que ofrece un prestatario a los inversionistas en un mercado nacional de capitales y que se denomina en la moneda de ese país. Un ejemplo es una multinacional alemana que emite para los inversionistas estadounidenses bonos denominados en dólares de Estados Unidos. Una emisión en **eurobonos** es aquella que se denomina en una moneda particular, pero que se vende a inversionistas no en el mercado de capitales del país emisor de la moneda empleada sino en otros mercados. Un ejemplo sería el de un prestatario holandés que emite bonos denominados en dólares para inversionistas del Reino Unido, de Suiza y de los Países Bajos. Los mercados de bonos extranjeros y de eurobonos operan junto con los mercados nacionales y los tres grupos compiten entre sí.¹

La ilustración 12.2 contiene los montos de fin de año de los bonos internacionales vigentes de 1999 a 2003. Los montos se clasifican por el tipo de emisión. Como se aprecia, los montos de los bonos internacionales han registrado un aumento constante todos los años. Al final de 1999 había, en dólares de Estados Unidos, 5 105.5 billones en bonos; en 2003 la cifra era 11 102.5 billones de dólares, que equivale a un incremento de 117 por ciento.

ILUSTRACIÓN 12.2

Montos de los bonos internacionales en circulación, clasificados por los principales instrumentos
(al final del año en billones de dólares de Estados Unidos)

	1999	2000	2001	2002	2003
Ινστρουμεντο					
Τασα φια	3 633.6	4 158.3	5 015.8	6 253.9	7 891.6
Παχαρσ δε τασα φλοταντε	1 235.8	1 478.9	1 822.5	2 192.0	2 849.3
Εμισιονεσ χονπερτιβλεσ	218.3	230.9	264.1	298.5	351.5
Χον γαραντια δε χασαταλ	17.8	11.4	10.3	10.5	10.0
Τοταλ	5 105.5	5 879.4	7 112.7	8 754.9	11 102.5

Φουεντε: Ταβλα ρεαλιζαδα χον δατος δε *Ιντερναχιοναλ Βανκινη ανδ Φιναχιαλ Μαρκετ Δεσπελοπιμεντα*, Βονχο Ιντερναχιοναλ δε Παρος, ταβλα 13B, π. 71, φουιο 2000; π. 87, φουιο 2002, 2003, 2004.

¹ En este capítulo las designaciones *segmento de mercado*, *grupo de mercado* y *mercado* se usan como sinónimos al aplicarlas a la división de bonos extranjeros y a la de eurobonos del mercado internacional de bonos.

En un año cualquiera, aproximadamente 80% de los nuevos bonos internacionales tenderán a ser eurobonos y no bonos extranjeros. Los eurobonos se identifican por la moneda en que se denominan; por ejemplo, eurobonos en dólares de Estados Unidos, eurobonos en yenes y eurobonos en francos suizos o, de manera equivalente, bonos en eurodólares, en euroyenes o en eurofrancos suizos. Por su parte, los bonos extranjeros a menudo tienen nombres pintorescos que designan el país donde se emiten: los bonos *yankee* denominados en dólares que originalmente se vendían a los inversionistas de Estados Unidos, los bonos *samurai* denominados en yenes, que se venden en Japón, los bonos *bulldogs* son bonos denominados en libras esterlinas se vendían inicialmente en el Reino Unido.

Bonos al portador y bonos registrados

Los eurobonos son normalmente **bonos al portador**, esto es la posesión es prueba de propiedad. El emisor no lleva un registro que indique quién es el dueño actual. En los **bonos registrados (nominativos)** el nombre del dueño aparece en ellos y también lo registra el emisor, o incluso, el nombre del dueño se asigna a un número de serie que registra por el emisor. Cuando se vende un bono registrado se emite el certificado correspondiente con el nombre del nuevo propietario o se le asigna otro nombre al número serial de los bonos.

Las normas de seguridad de Estados Unidos obligan a registrar los bonos *yankee* y los de las compañías estadounidenses que se venden a ciudadanos de ese país. Los bonos al portador resultan muy atractivos para los inversionistas que buscan privacidad y anonimato. Una razón es que permiten evadir los impuestos. Por eso, los inversionistas generalmente aceptarán un rendimiento menor de los bonos al portador que de los registrados en igualdad de condiciones. Esto los hace una fuente más barata de fondos para el emisor.

Normas de seguridad nacionales

Los bonos extranjeros deben observar las normas de seguridad del país donde se emiten. Ello significa que los bonos *yankee* que se negocian han de cumplir las mismas normas que los bonos nacionales de Estados Unidos. La Ley del Mercado de Valores de 1933 obliga a proporcionar la información importante relacionada con una emisión. La Ley del Mercado de Valores de Estados Unidos de 1934 creó la Securities and Exchange Commission (SEC) para que se encargase de la ley de 1933. Los valores que se venden en Estados Unidos a los inversionistas deberán registrarse en dicha comisión, a su vez se les entregará un prospecto con información financiera detallada sobre el emisor y estará disponible para los posibles inversionistas. Los prestatarios extranjeros prefieren conseguir dólares de Estados Unidos en el mercado de eurobonos por el gasto del registro, el tiempo necesario para lanzar una nueva emisión (cuatro semanas más) y la divulgación de información que muchos inversionistas extranjeros consideran privada. El poco tiempo disponible para introducir en el mercado una emisión de bonos en eurodólares, así como la menor tasa de interés que se paga por financiarse con bonos en eurodólares explican por qué este segmento del mercado internacional cuadruplica aproximadamente el tamaño del segmento de bonos extranjeros. Como los eurobonos no deben cumplir con las normas de seguridad nacional, reconocer el nombre del emisor es un factor importantísimo para poder contratar fondos en el mercado mundial de capitales.

Los eurobonos que se venden en Estados Unidos no pueden venderse a ciudadanos del país. Para cumplir con la norma, el comprador inicial recibe el bono al portador tras una espera de 90 días y después de presentar una identificación de que no es ciudadano estadounidense. Desde luego puede recomprar dichos bonos en el mercado secundario una vez concluido el periodo de 90 días.

Retención de impuestos

Antes de 1984 en Estados Unidos era obligatorio retener un impuesto de 30% sobre el interés pagado a los extranjeros que tuvieran bonos del gobierno o de las empresas. Más aún, las compañías estadounidenses que desde el país emitieran bonos en eurodólares debían retenerles ese impuesto. En 1984 la ley fue abrogada. Además, se les permitió a las corporaciones estadounidenses emitir bonos al portador nacionales destinados a los no residentes, pero el Congreso no otorgó este privilegio al Tesoro.

La abrogación ocasionó un cambio importante en los rendimientos relativos sobre los bonos del gobierno y de los eurodólares. Antes de 1984, los bonos mejor calificados en eurodólares que se vendían en el exterior se negociaban con rendimientos más bajos que los bonos del Tesoro con un vencimiento similar pero sujetos al impuesto de retención. Después la situación se invirtió: para los inversionistas extranjeros la seguridad de los bonos registrados del Tesoro sin el impuesto resultaban más atractivos que los rendimientos más elevados sobre la emisión corporativa de bonos en eurodólares.

Otros cambios regulatorios recientes

En Estados Unidos otras dos modificaciones recientes en las normas que regulan los valores inciden en el mercado internacional de bonos. Una es la *regla 415*, que la Securities and Exchange Commission instituyó en 1982 para permitir el **registro en estante**, el cual permite al emisor registrar previamente una emisión de valores y guardarlos para venderlos más tarde cuando necesite financiamiento. Se elimina así el tiempo que transcurre entre la emisión y su introducción en el mercado, pero no la difusión de la información que para muchos inversionistas extranjeros resulta demasiado cara y objetable. En 1990, la SEC instituyó la *regla 144A*, que permite a los inversionistas calificados de Estados Unidos negociar emisiones de colocación privada que no se sujeten a las estrictas normas de difusión de información impuestas a las emisiones que se negocian en la bolsa. La regla 144A se proponía hacer a los mercados estadounidenses de capitales más competitivos frente al de eurobonos. Gran parte del mercado de la 144A se compone de bonos *yankee*.

Bonos globales

Los bonos globales empezaron a ofrecerse en 1989. La emisión de **bonos globales** es una oferta masiva internacional, hecha por un solo prestatario, que se vende simultáneamente en América del Norte, en Europa y Asia. Los bonos globales denominados en dólares de Estados Unidos y emitidos por empresas estadounidenses se venden como eurobonos en el extranjero y como bonos nacionales en el mercado estadounidense. Con ellos aumentan las oportunidades de financiarse a menor costo. Miller y Puthenpurackal (2002) señalan que, en igualdad de condiciones, los emisores de Estados Unidos obtienen préstamos a 15 puntos base más bajos con bonos globales que si emplearan los bonos del país. Los compradores —en especial los inversionistas institucionales— desean una mayor liquidez en las emisiones y están dispuestos a aceptar rendimientos más bajos. La emisión más grande de bonos globales hasta la fecha es la oferta de 14 600 millones de dólares de Deutsche Telekom en multimonedas. Abarca tres emisiones en dólares de Estados Unidos con vencimientos a cinco, 10 y 30 años por un total de 9 500 millones de dólares, dos emisiones en euros con vencimientos a cinco y 10 años para un total de 3 000 millones, dos emisiones en libras esterlinas con vencimientos a cinco y 30 años por un total de £950 millones, y una emisión en yenes japoneses a cinco años por un total de ¥90 000 millones. Otra gran emisión global es el paquete de AT&T por 2 000 millones de dólares en pagarés a 5.625% con vencimiento en 2004, 3 000 millones de dólares en pagarés a 6.000% con vencimiento en 2009 y 3 000 millones de dólares en pagarés a 6.500% que se emitieron en marzo del 1999 y que vencen en 2029. La República de Italia realizó una de las emisiones gubernamentales más grandes en septiembre de 1993: un paquete de pagarés por 2 000 millones de dólares a 6.000% que vencen en 2003 y 3 500 millones de dólares de obligaciones a 6.875% que vencen en 2023. Una de las emisiones más grandes hasta la fecha en los mercados emergentes de bonos globales es el paquete de pagarés de la República de Corea que se realizó en abril de 1998 por 1 000 millones de dólares a 8.750% y que vence en 2003; y los bonos por 3 000 millones de dólares a 8.875% que vencen en 2008. Sin duda, las reglas 415 y 144A de la Securities and Exchange Commission facilitan de esta manera las ofertas de bonos globales; así que se prevé que aumenten en el futuro.

Tipos de instrumentos

El mercado internacional de bonos es mucho más innovador que el mercado nacional en lo tocante a los tipos de instrumentos que ofrece al inversionista. En esta sección, se expondrán los tipos principales de bonos internacionales. Se estudiarán primero los tipos de instrumentos

más comunes y concluiremos con las innovaciones más insólitas que han aparecido en los últimos años.

Emisiones ordinarias de tasa fija

Las **emisiones ordinarias de tasa fija** contienen la fecha de vencimiento en la que se promete liquidar el capital del bono. Durante su existencia los pagos fijos del cupón —que son un porcentaje del valor nominal— se pagan como interés a los propietarios. A diferencia de muchos bonos nacionales que hacen pagos semestrales de cupón, el interés del cupón de los eurobonos se liquida anualmente. Ello obedece a que los eurobonos suelen ser al portador, de modo que la redención anual del cupón es más cómoda para los propietarios y menos costosa para el emisor, porque los primeros se encuentran dispersos geográficamente. La ilustración 12.2 muestra que a esta clase de bonos pertenece la gran mayoría de las ofertas internacionales recientes en cualquier año de las emisiones ordinarias de tasa fija. En años recientes, estas emisiones se denominan principalmente en dólares de Estados Unidos, euros, libras esterlinas y yenes japonés.

Europagarés de mediano plazo

Los **europagarés de mediano plazo (Euro MTN)** normalmente son pagarés con tasa fija que emite una compañía y cuyo vencimiento oscila entre uno y 10 años. Igual que los bonos con tasa fija, tienen un vencimiento fijo y pagan un interés de cupón en fechas periódicas. A diferencia de los bonos —en que la emisión entera se introduce en el mercado de inmediato— una parte de la emisión de europagarés de mediano plazo se vende ininterrumpidamente con un intermediario que permite a los inversionistas conseguir fondos sólo cuando los necesiten y con mucha flexibilidad. Es una característica sumamente atractiva para el emisor. Los europagarés a mediano plazo se han convertido en un medio excelente para recabar fondos a mediano plazo desde que fueron introducidos en 1986. Todas las ilustraciones estadísticas de este capítulo contienen los montos en circulación de los europagarés a mediano plazo.

Un ejemplo de los bonos ordinarios de tasa fija son los europagarés por dos millones de dólares a 5.00%, con vencimiento en 2008, que el European Investment Bank emitió en marzo de 1998.

Pagarés de tasa flotante

Los primeros pagarés fueron introducidos en 1970. Los **pagarés de tasa flotante** son bonos casi siempre a mediano plazo, con pagos de cupón indexados a alguna tasa de referencia, generalmente la tasa LIBOR en dólares de Estados Unidos a tres o seis meses. El pago de cupón en pagaré de tasa flotante se efectúa trimestral o semestralmente y en conformidad con la tasa de referencia. Por ejemplo, considere un pagaré de este tipo a cinco años con cupones indexados a la tasa LIBOR de seis meses que paga semestralmente los intereses de cupón. Al inicio de cada semestre el siguiente pago semestral se *reprograma* en $0.5 \text{ (LIBOR } X\%)$ del valor nominal, donde X representa la prima por riesgo de incumplimiento sobre la tasa LIBOR que el emisor habrá de pagar según su solvencia. La prima no suele ser mayor de 1/8% en el caso de emisores excelentes. Un ejemplo: si X es igual a 1/8% y la tasa LIBOR semestral actual es 6.6%, la tasa del cupón del siguiente periodo del pagaré de tasa flotante con una valor nominal de mil dólares de Estados Unidos será $0.5 \text{ (} 0.066 \text{ + } 0.00125 \text{)} \text{ } \$1\,000 \text{ } \$33.625$. Si en la siguiente fecha la tasa LIBOR semestral reprogramada es 5.7%, el próximo cupón semestral se pondrá en 29.125 dólares.

Desde luego los pagarés de tasa flotante se comportan de modo distinto ante el riesgo de las tasas de interés que los bonos de tasa fija. Todos los bonos presentan un cambio inverso de precio cuando fluctúa la tasa del mercado. Por lo tanto, el precio de los bonos de tasa fija puede variar mucho si las tasas son muy volátiles. Por el contrario, los pagarés de tasa flotante muestran fluctuaciones moderadas de precio entre las fechas de reprogramación, momento en que se establece el monto del pago del siguiente periodo (en el supuesto de que naturalmente la tasa de referencia corresponda a la del mercado aplicable al emisor). En esa fecha el precio del mercado volverá a aproximarse al valor a la par, cuando el pago del cupón del siguiente periodo vuelva a establecerse al nuevo valor de mercado de la tasa de referencia; de este modo, se modifica el precio de los pagos posteriores en atención a las expectativas de mercado de los valores futuros de la tasa de referencia. (A veces el precio real de mercado de los pagarés de tasa flotante se aparta un poco del valor exacto a la par, porque no cambia la parte del pago del cupón

correspondiente a la prima por riesgo de incumplimiento, mientras que la calidad crediticia del prestatario puede cambiar con el tiempo.) Estos pagarés de tasa flotante hacen atractivo invertir para quienes necesitan preservar el valor del capital en caso de que deban liquidar la inversión antes que se venzan los bonos. La ilustración 12.2 indica que son el segundo tipo más común de bonos internacionales. La mayoría de ellos se denominan en dólares de Estados Unidos y en euros.

He aquí un ejemplo: en febrero de 2002, el Banco Nacional de Kuwait emitió pagarés de tasa flotante por un valor de 450 millones de dólares, cuyo vencimiento es en 2005, indexados a la tasa LIBOR trimestral más 25 puntos base.

Bonos relacionados con capital

Hay dos tipos de **bonos relacionados con el capital**: bonos convertibles y bonos con garantía de capital. La emisión de **bonos convertibles** permite al inversionista cambiarlos por un número preestablecido de acciones del emisor. Su *valor de piso* es el valor de un bono de tasa fija. Generalmente se venden por encima de su valor más alto de deuda y por encima de su valor de conversión. Además casi siempre los inversionistas tienen disposición a aceptar una tasa más baja de cupón que la tasa fija de cupón, porque la característica de conversión les parece más atractiva. Los **bonos con garantías de capital** pueden considerarse como bonos ordinarios de tasa fija con una característica adicional de la opción de compra. La garantía da al propietario el derecho de adquirir cierta cantidad de acciones del emisor a un precio previamente establecido durante determinado periodo.

Bonos cupón cero

Los **bonos de cupón cero** se venden con un descuento respecto al valor nominal y no pagan intereses de cupón a lo largo de su existencia. Al vencimiento el inversionista recibe íntegramente el valor nominal. Algunos inicialmente se venden en su valor nominal y al vencimiento el propietario recibe una cantidad mayor para compensarle el empleo de su dinero, pero eso no es más que una distinción semántica de lo que constituye el “valor nominal”. Los bonos cupón cero se denominan principalmente en dólares de Estados Unidos y en francos suizos. Los inversionistas japoneses se sienten muy atraídos por este instrumento, pues sus leyes fiscales tratan como ganancia de capital exenta de impuestos la diferencia entre el valor nominal del bono y su precio descontado de compra. En cambio, el interés del cupón es gravable. Desde un punto de vista más general, los bonos cupón cero resultan atractivos a quienes deseen evitar el riesgo de reinversión de los ingresos a tasas de interés posiblemente más bajas.

He aquí dos ejemplos de la emisión de bonos cupón cero: la de 300 millones en marcos alemanes a 50% de valor nominal que se vence en 1995; la de 300 millones de dólares a 33¹/₃% del valor nominal, que vence en 2000 y que en 1985 emitió Commerzbank Overseas Finance B. V. constituida en las Antillas Holandesas.

Otra forma de bonos con cupón cero son los **bonos sin cupón (con separación de cupón)**, los cuales se obtienen al recortar los cupones y el capital en el bono. El resultado es una serie de bonos representados por los pagos de los cupones y del capital. La práctica se inició a principios de la década de 1980, cuando varios bancos de inversión los crearon para atender la demanda de valores de cupón cero del Tesoro estadounidense que incluían varias fechas de vencimiento. Por ejemplo, Salomon Brothers ofreció CATS, acrónimo de Certificates of Accrual for Treasury Securities. Los bonos sin cupón son en realidad *ingresos* que representan una parte de los valores del Tesoro en fideicomiso. En 1985, el Tesoro de Estados Unidos lanzó su propio producto llamado STRIPS (siglas de Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities). Las normas del Tesoro permiten a las compañías inversionistas vender los bonos sin cupón como si fueran al portador a propietarios que no sean ciudadanos estadounidenses, pero como ya dijimos el Tesoro no cuenta con esta facultad. Pese a ello los STRIPS dominan el mercado de bonos sin cupón.

Bonos de moneda doble

Tuvieron gran aceptación a mediados de la década de 1980. Un **bono de moneda doble** es un bono ordinario de tasa fija emitido en una moneda —digamos francos suizos— que paga un interés de cupón en esa misma divisa. A su vencimiento el capital se liquida en otra divisa, por ejemplo, en dólares de Estados Unidos. El interés del cupón frecuentemente es mayor que el que reeditarían los bonos de tasa fija. Al inicio se establece el importe de la liquidación del

ILUSTRACIÓN 12.3

Características típicas de los instrumentos del mercado internacional de bonos

Ινστρουμεντο	Φρεχουεχια δελ παγο δε ιντερεσεσ	Ταμα)ο δελ παγο δε χυπ (ν	Λιθουδαχι (ν αλ πενχμιμεντο
Τασα φιφα	Ανυαλ	Φιφο	Μονεδα δε λα εμισι (ν
Παγαρ(δε τασα φλοταντε	Τριμεστραλ ο σεμεστραλ	ζαριαβλε	Μονεδα δε λα εμισι (ν
Βονο χονπερτιβλε	Ανυαλ	Φιφο	Μονεδα δε λα εμισι (ν ο χονπερσι (ν εν αχχιονεσ
Τασα φιφα ορδιναρια χον γαραντία δε χαπιταλ	Ανυαλ	Φιφο	Μονεδα δε λα εμισι (ν μ(σ αχχιονεσ δε λασ γαραντίασ εφερχιδασ
Βονο δε χυπ (ν χερο	Νιγγυνα	Χερο	Μονεδα δε λα εμισι (ν
Βονο δε μονεδα δοβλε	Ανυαλ	Φιφο	Μονεδα δοβλε

capital en dólares, muchas veces admite apreciación del tipo de cambio de la divisa más fuerte. Desde la perspectiva del inversionista los bonos de moneda doble incluyen un contrato forward a largo plazo. Si el dólar se aprecia a lo largo de la “vida” del bono, la liquidación del principal valdrá más que su rendimiento en francos suizos. El valor de mercado que en francos suizos tiene un bono de moneda doble debería ser igual a la suma del valor presente de flujo del cupón del franco descontado a la tasa de mercado del interés más la liquidación del capital. Después se convierte el monto de la liquidación en francos al tipo de cambio futuro y se descuenta a la tasa de interés del mercado suizo.

Las compañías japonesas han sido grandes emisoras de bonos de moneda doble. Estos bonos se emitieron y pagaron el cupón de interés en yenes, con el reembolso del capital en dólares de Estados Unidos. Los bonos en yenes/dólares podrían constituir un método atractivo de financiamiento para las compañías multinacionales que deseen establecerse en Estados Unidos o expandir las subsidiarias ya establecidas. Los ingresos en yenes pueden convertirse en dólares para financiar la inversión de capital en ese país, durante los primeros años el pago de los cupones puede hacerlo la compañía matriz en yenes. Al vencimiento, la liquidación del capital en dólares puede hacerse con las utilidades en dólares obtenidas por la subsidiaria.

En la ilustración 12.3 se resumen las características más frecuentes de los instrumentos del mercado internacional de bonos que reseñamos en esta sección.

Distribución monetaria, nacionalidad y tipo de emisor

La ilustración 12.4 contiene la distribución por moneda del monto de los bonos internacionales en circulación entre 1999 y 2003. Se puede observar que las monedas más utilizadas en la denominación de las emisiones son las siguientes: dólar de Estados Unidos, euro, yen, libra esterlina, franco suizo y dólar canadiense.

ILUSTRACIÓN 12.4

Distribución monetaria de los montos de los bonos internacionales en circulación
(al final del año en billones de dólares de Estados Unidos)

	1999	2000	2001	2002	2003
<i>Διαπισα</i>					
Δ (λαρ δε Εσταδος υνιδος	2 399.4	2 911.4	3 613.0	4 045.9	4 492.5
Ευρο	1 474.8	1 771.0	2 290.2	3 283.1	4 834.5
Ψεν	530.6	454.7	413.2	433.3	488.6
Λιβρα εστερλινα	394.3	453.1	506.4	618.6	778.7
Φρανχο σιζο	136.8	132.0	123.6	159.1	195.6
Δ (λαρ χαναδιενσε	56.0	51.7	47.6	51.5	79.3
Οτρασ	113.6	105.5	118.7	163.4	233.3
Τοταλ	5 105.5	5 879.4	7 112.7	8 754.9	11 102.5

Φυεντε: Δατος οβτενιδος δε *Ιντερναχιοναλ Βανκινη ανδ Φιναρχαλ Μαρκετ Δεπελοπιμεντο*. Βανχο Ιντερναχιοναλ δε Παρισ, ταβλα 13Β, π. 7, φονιο δε 2000; π. Α87, φονιο 2002, 2003, 2004.

ILUSTRACIÓN 12.5

Montos de los bonos internacionales en circulación, clasificados por nacionalidad y tipo de emisor (al final del año en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

	1999	2000	2001	2002	2003
Ναχιοναλιδαδ					
Αυστραλια	75.6	90.8	103.6	120.0	162.0
Χαναδζ	217.1	202.7	220.1	230.5	267.2
Φρανγια	298.0	294.9	374.2	485.3	700.8
Αλεμανια	623.7	767.5	975.2	1 350.3	1 810.3
Ιταλια	147.9	196.8	261.8	357.8	510.5
Θαπίν	332.3	277.5	249.5	235.6	255.2
Παίσεσ Βαφορσ	196.3	259.7	294.6	390.5	532.8
Ρεινο Υνιδο	436.7	505.1	575.4	755.6	1 032.1
Εσταδοσ Υνιδοσ	1 286.7	1 681.9	2 286.2	2 667.1	3 011.8
Οτροσ παίσεσ δεσαφρολλαδοσ	658.3	714.1	815.4	1 084.0	1 559.0
Χεντροσ εν ελ εξτρανφερο	56.9	67.5	96.0	108.0	128.9
Παίσεσ σβδεσαφρολλαδοσ	400.9	446.8	482.9	538.1	630.8
Ινστιτυχιονεσ ιντερναχιοναλεσ	375.2	374.1	377.9	432.1	501.0
Τοταλ	5 105.5	5 879.4	7 112.7	8 754.9	11 102.5
Τιπο					
Ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ	2 397.2	3 470.1	4 968.3	6 241.5	8 032.5
Γοβιερνοσ ^α	1 032.1	1 173.3	692.4	855.6	1 122.3
Ινστιτυχιονεσ ιντερναχιοναλεσ	375.2	374.1	377.9	432.1	501.1
Εμισορεσ χορπορατιπιοσ	1 301.0	861.8	1 074.0	1 224.7	1 446.6
Τοταλ	5 105.5	5 879.4	7 112.7	8 754.9	11 102.5

^α Ινχλιμμελοσ βανχοσ χεντραλεσ, ασί χομο λοσ γοβιερνοσ εσταταλ ψ μυνιχιπαλ.

Φοεντε: Δατοσ τομαδοσ δε *Ιντερναπιοναλ Βανκινη ανό Φινανχιαλ Μαρκετ Δεπελοπιμεντ*, Βανχα Ιντερναχιοναλ δε Παγοσ, τυβλασ 13B ψ 15B, ππ. 71 ψ 75, φυνιο 2000; ππ. A87 ψ A91, φυνιο 2002, 2003, 2004.

La ilustración 12.5 se divide en dos partes que muestran la nacionalidad y el tipo de emisor de los bonos internacionales. La primera parte indica que Estados Unidos, Alemania, Reino Unido, Francia y Países Bajos fueron los principales emisores en los últimos años. Respecto al tipo de emisor, la parte inferior indica que las instituciones financieras y los gobiernos fueron lo más importante en los últimos años.

Se explica la oferta de eurobonos emitida por Heineken en el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Heineken refresca el euromercado con increíbles bonos no calificados”.

Calificaciones de crédito en el mercado internacional de bonos

www.fitchibca.com

Es el sitio web de Fitch Ratings, un servicio de calificación de bonos internacionales. Se puede encontrar información referente a ella y a su filosofía.

www.moody.com

Es el sitio web de Moody's Investors Service. Se proporciona información referente a los servicios de información que presta y a su calificación de los bonos.

Fitch Rating, Moody's Investors Service y Standard & Poor's (S&P) llevan años con la publicación de calificaciones de crédito referentes a los bonos domésticos e internacionales y a sus emisores. Las tres empresas clasifican las emisiones en categorías con base en la solvencia del emisor. Se apoyan además en un análisis de la información actual sobre la probabilidad de incumplimiento y los detalles concernientes a la obligación de la deuda. Reflejan tanto la solvencia como la incertidumbre cambiaria.

Moody's clasifica las emisiones de bonos (y a los emisores) en nueve categorías, desde Aaa, Aa, A, Baa y Ba hasta C. A las clasificaciones de Aaa a Baa se les conoce como de *grado de inversión*. Se considera que estas emisiones no tienen elementos especulativos; el pago de intereses y la seguridad del capital parecen adecuadas en el momento actual. Las perspectivas futuras de emisiones con una clasificación más baja no ofrecen la misma seguridad. Moody's ofrece, dentro de las categorías Aa a Caa, tres modificadores numéricos (1, 2 o 3) para colocar una emisión en la categoría superior, intermedia o inferior, respectivamente.



Heineken refresca el euromercado con increíbles bonos no calificados

Εστα σεμανα Heineken λαζί λ'α εμισί λ'ν μ'ς γρανδε δε βονοσ νο χαλιφχαδοσ εν ελ μερχαδο δε ευροσ χον υνα ιμπρεσιοναντε τρασσαχι λ'ν ινχιαλ Ευ1.1βν δε δοσ εμισιονεσ. Χον πενχιμιεντοσ δε σαισ ψ 10 α)οσ λ'οσ συσχυριτωρεσ χυαδρυπλ'ιαρον λασ εστιμαχιονεσ ψ ελ πρεχιο σε αρυσθαβα α λ'οσ λ'ι'μιτεσ εσταβλεχιδοσ. Ελ λ'ξιτο δε Heineken δεμυεστρα λα φυερτε δεμανδα θυε λ'οσ χρ'διτοσ νο χαλιφχαδοσ τιενεν εν ελ μερχαδο δε ευροβονοσ, α πεσαρ δε λα χρεχιεντε διφυσί λ'ν δε λασ χαλιφχαχιονεσ ψ ελ ινισιεντε χονσαρο δε λ'οσ ινπερσιονιστασ παρα θυε ηασι πορ λο μενοσ δοσ χαλιφχαχιονεσ. Ελ φοχτορ θυε μ'ς λε φαπορεχι λ'α Heineken εσ ελ αλχανγε λ'οβολ λ' δε συ μαρχα: οπερα εν μ'ς δε 170 π'λ'εσ.

Ελ βονο α 10 α)οσ λ'ελ πριμερο οφρεχιδο πορ υνα χομπα)λ'α νο χαλιφχαδα λ' θυιντυλ'ι λ'οσ εστιμαχιονεσ, λο θυε περιμιτ'ι α λασ χορρεδ'ορ'ασ Βαργλαψ Χαπιταλ, Χιτιγρουπ, Χρεδιτ Συισσε Φιρστ Βοστον ψ Π Μοργαν πασαρ δε Ευ500μ α Ευ600μ. λ'No ηαβ'ια εν ελ μερχαδο σε)αλεσ γλαρασ δε λο θυε ποδρ'ι αμοσ χονσεγυρ χον Heineken νι ταμποχο σε λε ποδ'ι α ποσιχιοναρ χομο χομπα)λ'α δε χρ'διτο: ηαβ'ια θυε χονπενχερ αλ π'βλιχο λ'δεχλαρ λ' Χηρισ Τυφφεν, φαβε δελ χονσορχιο φινανχιερο εν ΧΣΦΒ δε Λονδρεσ λ'. Εσ διφ'ι γιλ πενδερλεσ α λ'οσ ινπερσιονιστασ εμισιονεσ νο χαλιφχαδασ, περο λα δε Heineken ερα εξ'αχταμεντε λο χοντραριο: λα συσχυριχι λ'ν δε λασ δοσ εμισιονεσ συπεραρον λασ εξ'επ'αχτασ λ'. Αυνθυε λ'οσ ερεχ'αποσ πρινχιπαλεσ αλ φ'ιαρ ελ πρεχιο πιερον βιεν λασ μαρχασ, τ'αλεσ χομο Λουισ ζυιττον, Μολ'τ, Ηεννεσψ, ΜχΔοναλδ'οσ ψ Χαρλσβεργ, λα περχεπ'ι λ'ν δελ χρ'διτο πορ παρτε δε λ'οσ ινπερσιονιστασ φυε λο θυε λο δεχιδι λ'. Σε λεφ'ι λ'ν πρεχιο δε χρ'διτο Α, αυνθυε αγρεγαβα υνα πριμα πεθυε)α πορ λα αυσενχια δε χαλιφχαχιονεσ.

Ρενε Ηοοφτ Γρααφλανδ, μιεμβρο δελ χονσαρο δε αδμινιστρα-χι λ'ν, δεχλαρ λ' θυε λα φαμ'λια Heineken χονσερπα υνα παρτιχιπα-χι λ'ν δε χοντρολ ψ υν ενφοθυε μυψ χονσερπαδορ εν συ διρεχχι λ'ν. Ταμβ'ι ν δεχλαρ λ' θυε λα διπερσιδαδ δε λ'οσ φ'λυφοσ δε εφεχ'απο ψ δε λασ φυεντεσ δε υτιλιδαδεσ λα ηαχεν απραχ'απα. Εξ'π'ι λ'ν πορ θυ λ' Heineken νο εστ'ι χαλιφχαδα: ελ βονο σε εμιτιρ'ια υνα σολα πεζ παρα φινανχιαρ εν παρτε λα αδθυισχι λ'ν Ευ1.9βν δε Βραυ-Βετειλγυ ΑΓ λ'α χερπεχερα μ'ς γρανδε δε Αυστρια λ', τρατο θυε σε χονσυ-μ λ' ελ 15 δε οχτυβρε δε 2003. Heineken νο δεσεα εμιτιρ βονοσ εν φορμα περ'ι λ'διχα. λ'No σε δεχιδι λ' α λα λ'γερα πρεσχιονδ'ιρ δε υνα

χαλιφχαχι λ'ν, περο ηαβ'ια ινδιχαχιονεσ γλαρασ δε δεμανδα εντρε λ'οσ ινπερσιονιστασ α χ'αυσα δε λα μαρχα, σιν νεχεσιδαδ δε υνα χαλιφχαχι λ'ν λ'οσ)αλ λ' Ηοοφτ Γρααφλανδ λ'. Ελ μοδελο δε νεγοχιοσ δε Heineken εσ λο συφ'ιχιεντεμεντε σανχ'λλο πυεσ λα χομπα)λ'α σε αδμινιστρα εν υνα φορμα τρανσπαρεντε λ'.

Λα αδθυισχι λ'ν δε Βραυ-Βετειλγυ ΑΓ χονπιερτε α Heineken εν ελ λ'ιδερ ρεγιοναλ εν ελ χεντρο δε Ευροπα Οριενταλ, χον υνα παρτιχιπαχι λ'ν δε 27% δελ μερχαδο. Απαρτε δε λα ινεξιτενχια δε υνα χαλιφχαχι λ'ν, α λ'οσ ινπερσιονιστασ λεσ πρεοχ'υπαβα ελ ν'πελ δε ενδευδαμειντο συβσιδαριο ψ λα ποσιβ'ιλιδαδ δε θυε λ'οσ βο-νοσ θυεδαρ'αν συβορδ'ιναδοσ α λα δευδα εξ'τερνα δε λα χομπα)λ'α. Αμβ'ιασ ινθυιετυδεσ φυερον αβορδαδασ πορ λ'οσ ερεχ'αποσ εν υν ρεχορριδο δε χ'ινχο δ'ιασ. Πορ λο πιστο χον μυχιηο λ'ξιτο α ρ'ιζ'αρ πορ ελ ν'πελ δε λα σοβρεσυσχυριχι λ'ν.

Λα δευδα αντεριορ δε Heineken σε χονχεντραβα εν λασ συβσι-δαρασ ψ νο εν λα χομπα)λ'α ματριζ'ι σ'ιμπλ'εμεντε πορθυε ερα μ'ς ρενταβλε χονφορμε α λα λεισ'αχι λ'ν φ'ισχ'αλ ηολανδεσα, θυε χαμβ'ι λ' ελ μεσ πασαδο. λ'Σιν εμβ'αργο, αγλαραμοσ θυε ελ ν'πελ δε λα δευδα εσ μοδεστα ψ θυε τραδιχιοναλ'μεντε σε χονχεντρα εν τρεσ γρανδεσ εμπρεσασ λ'ασεγυρ λ' Ηοοφτ Γρααφλανδ λ'. Αδεμ'ς δελ παθυε δε λασ χ'λ'υσ'υλασ ορδ'ιναριασ, ελ βονο τιενε υνα θυε λ'ιμ'ια ελ ν'πελ δε ενδευδαμειντο δε λασ συβσιδαριασ α 35% δε λ'οσ αγ'αποσ το-ταλεσ χονσολιδαδοσ δελ γ'ρυπο λ'. λ'οσ πρινχιπαλεσ χομπα)δορεσ δε 2010 εραν ινπερσιονιστασ συζ'οσ θυε αδθυιριερον 25%, δελ Ρεινο Υνιδο χον 22% ψ δε Φρανχ'ια ψ λα υνι λ'ν Βενελυξ χαδα υνο χον 17%. Ηυβο υνα γραν δεμανδα αλ μενυδεο πορ λ'οσ βονοσ δε πενχιμιεντο μ'ς χορτο α 38%, μιεντρασ θυε λ'οσ γερεντεσ δε ρεχ'υρσοσ φινανχιεροσ ψ λασ ασεγ'υραδορασ αδθυιριερον 32% ψ 26%, ρεσπεχ'ιτωαμεντε. λ'οσ ινπερσιονιστασ δελ Ρεινο Υνιδο φυερον χον μυχιηο λ'οσ ανιμαδορεσ μ'ς ιμπορταντεσ εν 2013, πυεσ ρεπρε-σενταρον 36%, σεγ'υιδο δε λ'οσ φ'ρανχ'εσεσ χον 14%; πορ συ παρτε Συιζ'ια ψ Αυστρια χομπα)ρον χαδα υνα 10%. λ'οσ γερεντεσ δε ρεχ'υρ-σοσ φινανχιεροσ πρεδομιναρον αλ αδθυιριρ 39% δε λα εμισι λ'ν, λα δεμανδα αλ μενυδεο φυε δε 31% ψ λασ ασεγ'υραδορασ οχ'υπαρον 28%.

Φυεντε: Εξ'τραχο δε Ευρωεεκ, Λονδρεσ: οχ'υβρε 26, 2003, π. 1.

www.standardandpoors.com

Es el sitio web de Standard & Poor's, proveedor de datos sobre inversiones, tal como la calificación de bonos. También incluye información sobre la propia empresa (S&P).

Standard & Poor's clasifica las emisiones (y los emisores) en 10 categorías. En el caso de los bonos las categorías son AAA, AA, A, BBB y BB hasta CC y R, SD y D. Las categorías AAA y BBB son de grado de inversión. Un emisor clasificado R se encuentra bajo supervisión regulatoria por su situación financiera. Un emisor clasificado SD en D no pagó una o varias de sus obligaciones financieras al momento del vencimiento. Las clasificaciones de las categorías AA a CCC pueden modificarse con los signos de más (+) o menos (-) para indicar la posición que una emisión ocupa en relación con otras de la misma categoría. Fitch utiliza símbolos y definiciones similares a los de Standard & Poor's.

Se ha señalado que una participación desproporcionada de eurobonos tiene alta clasificación crediticia en comparación con los bonos domésticos y extranjeros. Claes, DeCeuster y

ILUSTRACIÓN 12.6

Definiciones de las calificaciones de crédito de emisores a largo plazo de S&P

Λα χαλιφιχαχι (ν δε χρι διτο δελ εμισορ πορ Στανδαρδ & Ποορ σ εσ υνα οπινη (ν αχουαλ σοβρε λα χαπαχιδαδ φινανχιερα γλοβαλ (σολπενγια) δε υν δευδορ παρα παγαρ. Λα οπινη (ν σε χεντρα εν λα χαπαχιδαδ ψ λα δισποσιχι (ν δε χυμπλιρ λος χομπρομισοσ φινανχιερος χονφορμε σε παψαν πενχιενδο. Νο σε απλιχα α νινγυνα οβλιγαχι (ν φινανχιερα εν παρτιχουλαρ. Ταμποχο τιενε εν χυεντα λο σιγυιεντε: ναπρωλεζα ψ χονδιχιονεσ δε λα οβλιγαχι (ν, ποστουρα αντε λα θυειβρα ο λιθουδαχι (ν, πρεφενενχιασ ρεγλαμενταριασ, λεγαλιδαδ ψ χαπαχιδαδ δε ηαχερ χυμπλιρ λα οβλιγαχι (ν. Αδεμ(σ, νο τιενε εν χυεντα λα σολπενγια δε λος γαραντεσ, λασ ασεγυραδορασ υ στρασ φορμιασ δε μεφοραρ ελ χρι διτο. Λα χαλιφιχαχι (ν δε χρι διτο δε λος εμισορεσ νο εσ υνα ρεχομενδαχι (ν δε χομπτραρ, πενδερ ο μαντενερ υνα οβλιγαχι (ν φινανχιερα εμιτιδα ψ ταμποχο ηαχε χομενταριασ σοβρε ελ πρεχιο δελ μερχαδο νι λα χονπενιενγια δε υν ινπερσιονιστα εν παρτιχουλαρ. Εστα χαλιφιχαχι (ν τιενε παριασ μοδαλιδαδεσ χομο λασ Χαλιφιχαχιονεσ δε Χρι διτο δε λασ Παρτεσ, ασιγναδασ πορ ελ Σερπιχιο δε Χαλιφιχαχι (ν δε Χρι διτο Χορποραπιω (αντεσ λλαμαιδο Σερπιχιο δε Επαλλουαχι (ν δε Χρι διτο) ψ λασ Χαλιφιχαχιονεσ δε Χρι διτο α λος Γοβιερνοσ.

Λασ χαλιφιχαχιονεσ δε χρι διτο δελ εμισορ σε βασαν εν ινφορμαχι (ν αχουαλ προπορχιοναδα πορ λος οβλιγαδοσ υ οβτενιδα πορ Στανδαρδ & Ποορ σ δε στρασ φυεντεσ θυε φυζγα χονφιαβλεσ. Σ&Π νο αυδιτα νινγυνα χαλιφιχαχι (ν ψ α πεχεσ πυεδε βασαρσε εν ινφορμαχι (ν φινανχιερα νο αυδιταδα. Λασ χαλιφιχαχιονεσ πυεδεν μοδιφιχαρσε, συσπενδερσε ο ρεπαρσε α χασα δε χαμβιοσ δε λα ινφορμαχι (ν, πορ νο δισπονερσε δε ελλα ο πορ στρασ χιρχυνστανγιασ. Πυεδε σερ α χορτο ψ α λαργο πλαζο. Λασ πριμερασ ραβλαραν λα σολπενγια δελ εμισορ α λο λαργο δε υν ηοριζοντε δε χορτο πλαζο.

Χαλιφιχαχιονεσ δε χρι διτο δελ εμισορ α λαργο πλαζο

AAA Εστα χαλιφιχαχι (ν ινδιχα υνα χαπαχιδαδ ΕΞΤΡΕΜΑΔΑΜΕΝΤΕ ΦΥΕΡΤΕ δε χυμπλιρ λος χομπρομισοσ φινανχιερος. Εσ λα χαλιφιχαχι (ν μ(σ αλτα θυε ασιγνα Στανδαρδ & Ποορ σ.

AA Εστα χαλιφιχαχι (ν ινδιχα υνα χαπαχιδαδ ΜΥΨ ΦΥΕΡΤΕ δε χυμπλιρ λος χομπρομισοσ φινανχιερος. Σ (λο εν πεθυε)ο γραδο σε διστινγυε δε λα αντεριορ.

A Εστα χαλιφιχαχι (ν ινδιχα υνα χαπαχιδαδ ΦΥΕΡΤΕ δε χυμπλιρ λος χομπρομισοσ φινανχιερος, περο μαγορ πυλνεραβιλιδαδ αντε λος εφεχτοσ νεγατιποσ δε λασ χιρχυνστανγιασ χαμβιαντεσ ψ δε λασ χονδιχιονεσ εχον (μιχασ δε λος εμισορεσ εντρε λασ χατεγοριασ χον χαλιφιχαχι (ν μ(σ αλτα.

BBB Εστα χαλιφιχαχι (ν ινδιχα υνα χαπαχιδαδ ΑΔΕΧΥΑΔΑ δε χυμπλιρ λος χομπρομισοσ φινανχιερος. Σιν εμβαργο, λασ χονδιχιονεσ εχον (μιχασ αδπερσασ ο λασ χιρχυνστανγιασ χαμβιαντεσ τιενδεν μ(σ α δεβιλιταρλα.

Σε χονσιδερα θυε λος εμισορεσ χον λα χαλιφιχαχι (ν BBB, B, XXX ψ XX τιενεν χαραχερ(σ)ηαασ εσπεχυλατιπωσ. BB ινδιχα ελ μενορ γραδο δε εσπεχυλαχι (ν ψ XX ελ μ(σ αλτο. Αυνθυε εστοσ εμισορεσ προβαβλεμεντε τεγγαν αλγυνα χυαλιδαδ ψ χαραχερ(σ)ηαασ προτεχορασ, σον χοντραρρεσταδασ πορ υνα γραν ινχερτιδυμβρε ο εξποσιχι (ν α χονδιχιονεσ αδπερσασ.

BB Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σον ΜΕΝΟΣ ΞΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ εν ελ χορτο πλαζο θυε λος θυε ρεχιβεν υνα χαλιφι-

χαχι (ν μ(σ βαφα. Σιν εμβαργο, ηαγ γρανδεσ δυδασ ψ εξποσιχι (ν α χονδιχιονεσ αδπερσασ φινανχιερασ, εχον (μιχασ ο δε νεγοχιοσ θυε ποδρι αν μερμαρ λα χαπαχιδαδ δε χυμπλιρ σος χομπρομισοσ φινανχιεροσ.

B Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σον ΜΞΣ ΞΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ θυε λος θυε ρεχιβεν υνα χαλιφιχαχι (ν BB, περο τιενεν λα χαπαχιδαδ δε χυμπλιρ σος χομπρομισοσ φινανχιεροσ. Λασ χονδιχιονεσ αδπερσασ φινανχιερασ ο εχον (μιχασ δισμινυιρ(ν συ χαπαχιδαδ ο συ δισποσιχι (ν δε ηαχερλο.

XXX Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σον ΞΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ ΑΧΤΥΑΑΜΕΝΤΕ ψ δεπενδεν δε χονδιχιονεσ φινανχιερασ ψ εχον (μιχασ φαποραβλεσ παρα χυμπλιρ σος χομπρομισοσ.

XX Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν ΣΟΝ ΜΥΨ ΞΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ ΑΧΤΥΑΑΜΕΝΤΕ.

Μ(σ () ο μενοσ () Λασ χαλιφιχαχιονεσ δε AA α XXX πυεδεν μοδιφιχαρσε αγρεγ(ν)δολεσ υν σιγνο δε μ(σ ο δε μενοσ παρα μοστραρ συ ποσιχι (ν ρελατιπω δεντρο δε λασ πρινχιπαλεσ χατεγοριασ.

P Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σε ηαλλαν βαρο υνα συπερπεισι (ν ρεγυλαδορα δεβιδο α συ χονδιχι (ν φινανχιερα. Δυραντε λα συπερπεισι (ν λος ρεγυλαδορεσ τιενεν α πεχεσ ελ ποδερ δε δαρλε πριοριδαδ α υνα χλασε δε οβλιγαχιονεσ ο δε ηαχερ θυε σε παγυεν αλγυνασ ψ στρασ νο. Εν λασ χαλιφιχαχιονεσ δε χρι διτο δε Σ&Π ενχοντραρ(ελ λεχορτο υνα δεσχοριτιχι (ν μ(σ δεταλλαδα δε λος ασπεχτοσ ο χλασεσ εσπεχι(σ)ηαασ δε οβλιγαχιονεσ.

ΣΔ ψ Δ Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν (ινχυμπλιμιεντο σελεχιτω)ο χον Δ νο παγαρον υνο ο παριοσ δε συσ χομπρομισοσ φινανχιεροσ (χαλιφιχαδοσ νο χαλιφιχαδοσ) αλ πενχιμιεντο. Σε ασιγνα λα χαλιφιχαχι (ν Δ χυανδο Στανδαρδ & Ποορ σ πιενσα θυε ελ ινχυμπλιμιεντο σερ(γενεραλ ψ θυε ελ εμισορ νο παγαρ(τοδοσ συσ χομπρομισοσ ο υνα παρτε μπορταντε δε ελλοσ αλ πενχιμιεντο. Λα χαλιφιχαχι (ν ΣΔ σε ασιγνα χυανδο Σ&Π πιενσα θυε ελ εμισορ ηα ινχυμπλιδο σελεχιτωαμεντε εν υνα εμισι (ν ο χλασε δε οβλιγαχιονεσ, περο θυε σεγυιρ(χον λα ρεαλιζοχι (ν πυνωαλ δε λος παγοσ εν στρασ εμισιονεσ ο χλασε δε οβλιγαχιονεσ. Χονσυλτε εν συσ χαλιφιχαχιονεσ δε χρι διτο υνα δεσχοριτιχι (ν μ(σ δεταλλαδα δε λος εφεχτοσ θυε ελ ινχυμπλιμιεντο τιενε εν χιερτασ εμισιονεσ ο τιπο δε οβλιγαχιονεσ.

N.P. Εστα δεσιγγαχι (ν σιγγιφιχαδα νο χαλιφιχαδο.

Μονεδα λοχαλ ψ ριεσγοσ χαμβιαριοσ

Λασ χονσιδεραχιονεσ δελ ριεσγο πα(σ φορμιαν παρτε δελ ανλισισ θυε Στανδαρδ & Ποορ σ ηαχε σοβρε λασ χαλιφιχαχιονεσ δε χρι διτο δε χυαλθυερ εμισορ ο εμισι (ν. Λα μονεδα δελ παγο εσ υν φαχορ εσενγιαλ δε εστε ανλισισ. Λα χαπαχιδαδ δελ εμισορ δε λιθουδαρ συσ οβλιγαχιονεσ εν στρα μονεδα πυεδε ρεδυχιρ λα δε ηαχερλο εν λα μονεδα λοχαλ δεβιδο α λα μ(σ βαφα χαπαχιδαδ δελ γοβιερνο δε παγαρ λα δευδα εξτερνα θυε λα ιντερνα. Εστασ χονσιδεραχιονεσ δελ ριεσγο πα(σ σε ινχορποραν εν λα χαλιφιχαχι (ν ασιγναδα παρα αλγυνασ εμισιονεσ. Λα θυε σε οτοργα α λος εμισορεσ εν διπασασ ταμβι(ν σε διστινγυε δε λα θυε σε δα α λος εμισορεσ εν μονεδα λοχαλ, χον ελ φιν δε ιδεντιφιχαρ λος χασοσ εν θυε ελ ριεσγο πα(σ)λασ ηαχε διφερεντεσ αλ τραταρσε δελ μισμο εμισορ.

Polfliet (2002) aseguran que aproximadamente 40% de las emisiones de eurobonos reciben la clasificación AAA y que 30% la clasificación AA. En parte, ello obedece a que los emisores con una baja clasificación recurren a sus derechos de publicación y los retiran antes de la difusión. Kim y Stulz (1988) proponen otra explicación que se antoja más posible, ésta es que, al mercado de eurobonos sólo tienen acceso las compañías con una buena calificación crediticia y reconocimiento de nombre, de ahí su alta clasificación. Sea como fuere, conviene conocer las clasificaciones que Fitch, Moody's y S&P asignan a las emisiones de bonos internacionales.

Gande y Parsley (2005) estudiaron los nexos de los mercados financieros internacionales, por medio del análisis los cambios en las diferencias de rendimiento de la deuda de los gobiernos denominado en dólares de Estados Unidos (el rendimiento de los países por arriba del rendimiento similar del Tesoro de Estados Unidos) asociado con las clasificaciones de los sucesos exteriores. Encontraron una relación asimétrica. Lo que descubrieron fue lo siguiente: los sucesos con evaluación positiva en un país no influyen en las diferencias de otros países; sin embargo, los sucesos con evaluación negativa se relacionan con un aumento notable de las diferencias. En promedio, la reducción de nivel de un bono gubernamental se acompaña de un aumento de 12 puntos base en las diferencias de los bonos de otras naciones. Este desborde lo atribuyen a flujos de capital y comercio con una gran correlación.

La ilustración 12.6 contiene una guía de las clasificaciones de emisores de crédito a largo plazo de los gobiernos, municipios, corporaciones, servicios públicos y transnacionales. Como se señaló en la ilustración 12.5, los gobiernos emiten un número considerable de los bonos internacionales. Al calificar un gobierno soberano, el análisis de S&P se centra en los 10 factores descritos en la figura 12.7. La calificación asignada a un gobierno es particularmente importante porque representa el techo para la evaluación de S&P que asignará a una obligación de una entidad instalada en ese país.

Estructura y prácticas del mercado de eurobonos

Conviene conocer la estructura y las prácticas de este mercado, pues en un año cualquiera representa aproximadamente 80% de las ofertas nuevas.

Mercado primario

Una entidad que desee reunir fondos con la emisión de eurobonos al público inversionista se pondrá en contacto con un banquero de inversión y le pedirá que sirva de **ejecutivo principal** de un grupo de suscriptores que los introducirán en el mercado. La **asociación de suscriptores** es un grupo de bancos de inversión, bancos mercantiles y las divisiones del banco comercial que se especializan en alguna fase de una emisión pública. El ejecutivo principal a veces invitará a sus colegas a formar un **grupo directivo** para ayudar a negociar las condiciones del préstamo, averiguar la situación del mercado y administrar la emisión. La ilustración 12.8 incluye las clasificaciones correspondientes a 2003 y 2004 de los principales promotores de la deuda (suscriptores) con bonos y pagarés internacionales a mediano plazo. Se incluyen aparte las clasificaciones de los principales suscriptores de bonos definitivos y de los pagarés de tasa flotante denominados en dólares y en euros.

El grupo directivo junto con otros bancos fungirá de **aseguradora** de la emisión, es decir, aportarán su capital para comprar la emisión con un descuento de su precio. El descuento, llamado también **comisión del suscriptor**, fluctúa entre 2% y 2.5%, mientras que promedia 1% aproximadamente en las emisiones nacionales. La mayoría de los suscriptores junto con otros bancos formarán parte de un **grupo de venta** que ofrece los bonos al público inversionista. Los miembros del sindicato de suscriptores reciben una porción de la comisión según el número y el tipo de funciones que desempeñen. Claro que el ejecutivo principal recibirá íntegra la comisión, una porción más pequeña le tocará al banco si es el único miembro del grupo. De cinco a seis semanas es el tiempo que suele transcurrir entre la fecha en que el emisor decide ofrecer los eurobonos hasta que obtiene los ingresos netos con su venta. La figura 12.9 contiene el anuncio de una emisión de europagarés a mediano plazo denominada en dólares y el sindicato de suscriptores que la llevó al mercado.

ILUSTRACIÓN 12.7**Perfil metodológico de las calificaciones que Standard & Poor's da a los países****Ριεσγο πολύτιχο**

- Εσταβίλιδαδ ψ λεγιτιμιδαδ δε λασ ινστιτυχιονες πολύτιχος
- Παρτιχπαχι (ν δε λα σοχιεδαδ εν λος προχεςος πολύτιχος
- Ορδεν εν λα συχσει (ν δελ λιδεράζγο
- Τροσπαρενχια δε λασ δεχισιονες ψ λος οφρεπασ δε λα πολύτιχα εχον (μιχα
- Σεγυριδαδ π βλιχα
- Ριεσγο γεπολύτιχο

Ινγρεσο ψ εστρυχτυρα εχον (μιχα

- Προσπεριδαδ, διπερσιδαδ ψ γραδο δε οριενταχι (ν δε λα εχονομία αλ μερχαδο
- Δισπαριδαδ δε ινγρεσος
- Εφιχενχια δελ σεχτορ φινανχιερο εν λα ιντερμεδιαχι (ν δε φονδος; δισπονιβιλιδαδ δε χρ(διτο
- Χομπετιτιπιδαδ ψ ρενταβιλιδαδ εν ελ σεχτορ πριπαδο νο φινανχιερο
- Εφιχενχια δελ σεχτορ π βλιχο
- Προτεχχιονισμο ψ στροσ φαχτορες αφενος αλ μερχαδο
- Φλεξιβιλιδαδ δε λα μανο δε οβρα

Περσπεχτιπα δε χρεχιμιεντο εχον (μιχο

- Ταμα)ο ψ χομποσχι (ν δε λος αφορροσ ψ δε λα ινπερσι (ν
- Ραπιδεζ ψ πατρ (ν δελ χρεχιμιεντο εχον (μιχο

Φλεξιβιλιδαδ φισχαι

- Ινγρεσο γενεραλ δελ γοβιερνο, γαστο ψ τενδενχιασ δε εξχεδεντες/δ(φιχιτ
- Φλεξιβιλιδαδ ψ εφιχενχια εν λα γενεραχι (ν δε ινγρεσος
- Εφιχενχια ψ πρεσιονες δε γαστο
- Οπορτυνιδαδ, χοβερτυρα ψ τροσπαρενχια δε λος ινφορμες
- Πενσιονες

Χαργα γενεραλ δε λα δευδα γυβερναμενταλ

- Δευδα βρυτα ψ νετα γενεραλ (δε αχπασ) δελ γοβιερνο χομο πορχενταφε δελ ΠΙΒ
- Προπορχι (ν δε ινγρεσος δεστιναδο αλ παγο δε ιντερεσεσ
- Περφίλ δε λα χομποσχι (ν μονεταρια ψ δε λος πνεχιμιεντος
- Προφυνδιδαδ ψ εξτενσι (ν δε λος μερχαδος λοχαλεσ δε χαπταλ

Πασσο χοντινιγεντε ψ εν ελ εξτρανφερο

- Ταμα)ο ψ σαλυδ δε λασ εμπρεσασ νο φινανχιερασ δελ σεχτορ π βλιχο
- Σολιδεζ δελ σεχτορ φινανχιερο

Φλεξιβιλιδαδ μονεταρια

- Χομπορταμιεντο δε λος πρεχιος εν λος χηλος εχον (μιχοσ
- Εξπανσι (ν δελ δινερο ψ δελ χρ(διτο
- Χομπατιβιλιδαδ δελ ρ(γιμεν χαμβιαριο ψ δε λος οφρεπασ μονεταριοσ
- Φαχτορες ινστιτυχιοναλεσ; πορ ερεμπλο, λα ινδεπενδενχια δελ βανχο χεντραλ
- ζαριεδαδ ψ εφιχενχια δε λασ ηερραμιεντασ δε πολύτιχα μονεταρια

Λιθυιδεζ εξτερνα

- Εφεχτο δε λασ πολύτιχος φισχαι ψ μονεταρια εν λασ χυεντασ εξτερνασ
- Εστρυχτυρα δε λα χυεντα χορριεντε
- Χομποσχι (ν δε λος φλυφοσ δε χαπταλ
- Ρεσερπασ συφιχιεντες

Χαργα δε λα δευδα εξτερνα δελ σεχτορ π βλιχο

- Δευδα εξτερνα βρυτα ψ νετα δελ σεχτορ π βλιχο, ινχλυιδα λα δευδα εστρυχτυραδα, χομο πορχενταφε δε λος ινγρεσος δε λα χυεντα χορριεντε
- Περφίλ δε πνεχιμιεντος, χομποσχι (ν μονεταρια ψ σενσιβιλιδαδαλασ φλυχταχιονες δε λατασασ δε ιντερ(σ
- Αχχεσο αλ φινανχιαμιεντο χονχεσιοναδο
- Χαργα δελ σερπιχιο δε λα δευδα

Χαργα δε λα δευδα εξτερνα δελ σεχτορ πριπαδο

- Δευδα εξτερνα βρυτα ψ νετα δελ σεχτορ φινανχιερο, ινχλυιδος λος δεπ(σιτος ψ δευδα εστρυχτυραδα, χομο πορχενταφε δε λος ινγρεσος δε λα χυεντα χορριεντε
- Δευδα βρυτα ψ νετα δελ σεχτορ πριπαδο νο φινανχιερο, χον ινχλυσι (ν δε λα δευδα εστρυχτυραδα, χομο πορχενταφε δε λος ινγρεσος δε λα χυεντα χορριεντε
- Περφίλ δε πνεχιμιεντος, χομποσχι (ν μονεταρια ψ σενσιβιλιδαδ α λασ φλυχταχιονες δε λασ τασασ δε ιντερ(σ
- Αχχεσο αλ φινανχιαμιεντο χονχεσιοναδο
- Χαργα δελ σερπιχιο δε λα δευδα

Φυεντε: ωωω.στανδαρδανδποορσ.χομ. Δαπιδ Τ. Βεερσ, 15 δε μαγιο δε 2004. Ιλυστραχι (ν ρειμπρεσα χον αωτορ(ζαχι (ν δε Στανδαρδ & Ποορ(σ, υνα διπσι (ν δε Τηε Μ(Γραω-Ηιλλ Χομπανιασ, Ινχ.

ILUSTRACIÓN 12.8

Clasificación de los principales suscriptores de bonos internacionales y de pagarés a mediano plazo (PMP)

Εμισι ἴν τωπλ δε βονος			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	2	Χιτιγρουπ	207
2	1	Δευτσχη Βανκ	171
3	3	ΘΠΜοργαν	114
4	5	Βαρχλαψ	105
5	4	ΥΒΣ	100
6	11	Γολδμαν Σαχησ	66
7	10	ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	63
8	12	Λεημαν Βροττηερσ	62
9	8	ΑΒΝ Αμρο	58
10	7	Μοργαν Στανλεμ	55
11	13	Μερριλλ Λυνηη	49
12	6	ΗΣΒΧ	48
13	8	ΒΝΠ Παριβασ	23
14	18	ΡΒΣ	15
15	16	Νομυρα Σεχυριτιεσ	12
Μεφορεσ χορρεδυρῆσ δε ΠΜΠ εν ευροσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	2	Χιτιγρουπ	112
2	1	Δευτσχη Βανκ	108
3	5	Βαρχλαψ	58
4	3	ΥΒΣ	53
5	7	Μοργαν Στανλεμ	33
6	18	Δρεσδνερ Βανκ	24
7	10	Λεημαν Βροττηερσ	23
8	8	Γολδμαν Σαχησ	22
9	6	ΗΣΒΧ	21
10	4	ΘΠΜοργαν	19
Βονος δε τωσα φια εν δ ἴλαρεσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	1	Χιτιγρουπ	164
2	3	ΘΠΜοργαν	94
3	7	Λεημαν Βροττηερσ	53
4	5	Γολδμαν Σαχησ	49
5	6	Μερριλλ Λυνηη	47
6	2	ΥΒΣ	46
7	11	Μοργαν Στανλεμ	42
8	4	Δευτσχη Βανκ	40
9	9	Βαρχλαψ	24
9	12	Βανκ οφ Αμεριχα	24
Παγαρῆσ δε τωσα φλοταντε εν δ ἴλαρεσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	1	Χιτιγρουπ	78
2	6	Βαρχλαψ	49
3	9	Γολδμαν Σαχησ	32
4	10	Μερριλλ Λυνηη	27
4	14	ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	27
6	8	Μοργαν Στανλεμ	25
7	7	ΗΣΒΧ	23
7	5	Λεημαν Βροττηερσ	23
7	3	ΘΠΜοργαν	23
10	2	ΥΒΣ	20

(χοτιν ἴα)

ILUSTRACIÓN 12.8

Clasificación de los principales suscriptores de bonos internacionales y de pagarés a mediano plazo (continúa)

Δεφινιτωσ (περπετωσ) εν ευρωσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι (ν)
1	1	Δευτωσχη Βανκ	178
2	3	Βαρχλαψ	99
3	5	Χιτωγρουπ	90
4	2	ΥΒΣ	57
5	6	ΑΒΝ Αμρο	51
6	12	ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	50
7	7	ΒΝΠ Παριβασ	41
8	8	ΗΣΒΧ	40
9	4	ΘΠΜοργαν	32
10	26	Λεημαν Βροτρηερσ	23
Παγαριτωσ δε τωσ φλωταντε εν ευρωσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι (ν)
1	1	Δευτωσχη Βανκ	77
2	6	Βαρχλαψ	66
3	4	ΥΒΣ	61
4	5	ΒΝΠ Παριβασ	48
5	12	ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	31
6	8	ΗΣΒΧ	29
7	2	Χιτωγρουπ	27
8	3	ΑΒΝ Αμρο	23
9	7	ΘΠΜοργαν	22
10	13	Λεημαν Βροτρηερσ	20

Φωεντε: Ευρωμωνεγι, οκτωβρε δε 2004, ππ. 46-47.

Mercado secundario

Los eurobonos que se adquieren inicialmente en el **mercado primario** de un grupo pueden revenderse antes de su vencimiento a otros inversionistas del **mercado secundario**. El de los eurobonos es un mercado informal cuyo capital se negocia en Londres. Sin embargo, la reventa también se efectúa en otros grandes centros europeos de dinero: Zurich, Luxemburgo, Frankfurt y Amsterdam.

El mercado secundario abarca los participantes y los corredores que se conectan a través de un equipo de telecomunicaciones. Los **creadores de mercado** se preparan para comprar o vender por su cuenta mediante la cotización de los precios de **oferta y demanda**. Estos creadores de mercado negocian directamente entre sí o con clientes al detalle. La comisión por esta actividad constituye su única utilidad, no tienen ninguna otra comisión.

Los creadores y corredores del mercado de eurobonos se encuentran afiliados a la Asociación Internacional del Mercado de Valores (AIMV), organismo autorregulador con sede en Zurich. Los creadores de mercado tienden a ser los mismos bancos de inversión mercantiles y comerciales que fungen de ejecutivos principales en el proceso de suscripción. Por su parte, los **corredores** aceptan comprar o vender los pedidos de quienes crean el mercado y luego tratan de encontrar algún inversionista; a veces realizan las transacciones por su cuenta. Cobran una módica comisión por sus servicios a los creadores que los contratan. No tienen un trato directo con los clientes al detalle.

Procedimientos de compensación

www.euroclear.com

www.clearstream.com

Las transacciones con eurobonos que se efectúan en el mercado secundario requieren un sistema para transferir la propiedad y el pago de un participante a otro. Para organizar la mayor parte de estas operaciones hay dos sistemas de compensación: Euroclear y Clearstream International. El primero está situado en Bruselas y lo opera Euroclear Bank. El segundo, ubicado en Luxemburgo, se fundó en 2000 mediante una fusión de Deutsche Börse Clearing y Cedel International, otras dos instituciones de compensación.

Ambos sistemas de compensación funcionan de una manera parecida. Cada uno tiene un grupo de bancos de depósito que almacenan físicamente los certificados de los bonos. Los

ILUSTRACIÓN 12.9

Eurobono Tombstone

Este anuncio se publica a manera de recordatorio exclusivamente

Hamburgische Landesbank

Hamburgische Landesbank – Girozentrale –
(constituida como institución de crédito conforme a la legislación pública de la República Federal Alemana)

Hamburgische Landesbank London Branch
Hamburgische LB Finance (Guernsey) Limited
(constituida en Guernsey)

U.S.\$2,000,000,000

Programa de europagarés a mediano plazo

Garantizados respecto a los pagarés emitidos por
Hamburgische LB Finance (Guernsey) Limited by
Hamburgische Landesbank – Girozentrale –

El programa tiene la calificación Aa1 de Moody's y la calificación AAA
de Fitch IBCA

Planificadores
Merrill Lynch International
Merrill Lynch Capital Markets Bank Limited,
Frankfurt/Main Branch
Merrill Lynch Finance SA

Corredurías
Credit Suisse First Boston
Hamburgische Landesbank – Girozentrale –
Merrill Lynch International
Morgan Stanley Dean Witter
Salomon Smith Barney
Deutsche Morgan Grenfell
Merrill Lynch Finance SA
J.P. Morgan Securities Ltd.
Nomura International
Warburg Dillon Read

CON LA CALIFICACION Aa DE MOODY'S

Φουεντε: *Euromones*, enero de 1999, π. 11.

miembros del sistema mantiene cuentas en efectivo y en bonos. Cuando se efectúa una transacción, se realizan asientos electrónicos que transfieren la propiedad en libros de los certificados del vendedor al comprador, con la transferencia de los fondos de la cuenta en efectivo del comprador a la del vendedor. Rara vez los bonos se transfieren físicamente.

Euroclear y Clearstream llevan a cabo otras funciones relacionadas con la operación eficiente del mercado de eurobonos. (1) El sistema de compensación financia hasta 90% del inventario que un creador de mercado deposita en ellos. (2) Adicionalmente, ayudan a distribuir la nueva emisión de bonos. Adquieren la propiedad de los certificados recientes en el banco de depósito, cobran a los clientes la suscripción y registran la propiedad de los bonos. (3) Distribuyen el pago de los cupones. El emisor les paga los intereses de cupón correspondiente a la parte de la emisión que esté en el banco de depósito, el cual a su vez abona las cantidades correspondientes en las cuentas de efectivo del emisor.

Índices del mercado internacional de bonos

Hay varios índices del mercado internacional de bonos, algunos de los más conocidos son J. P. Morgan, Company Domestic Government Bond Indices y su Global Government Bond Index. J. P. Morgan publica un índice de bonos gubernamentales de 18 países: Australia, Bélgica, Canadá, Dinamarca, Francia, Alemania, Italia, Japón, Países Bajos, España, Suecia, Reino Unido, Estados Unidos, Nueva Zelanda, Irlanda, Finlandia, Portugal y Sudáfrica. Los índices incluyen únicamente bonos gubernamentales en cinco categorías de vencimiento: uno a tres años, tres a cinco años, cinco a siete años, siete a 10 años y 10 años en adelante. El Global Government Bond Index es una representación por valores de 18 índices de bonos gubernamentales.

www.jpmorgan.com

Es el sitio web de J.P. Morgan and Company, una banca de inversión internacional. Es un extenso sitio que detalla los productos y servicios que ofrece la compañía.

El índice de J. P. Morgan Domestic y el de Global Government Bond Indices son una consulta obligada y se utilizan frecuentemente como referencias sobre el desempeño del mercado internacional de bonos. *The Wall Street Journal* publica diariamente el valor de los siguientes índices: el seis de los Domestic Government Bond Indices, el de bonos gubernamentales de la Unión Monetaria Europea, el de bonos gubernamentales globales de 18 países y el de bonos gubernamentales de los mercados emergentes. La ilustración 12.10 ofrece un ejemplo de esos

ILUSTRACIÓN 12.10

Información del mercado internacional de bonos publicados diariamente en *The Wall Street Journal*

Βονοσ ιντερναχιοναλεσ γυβερναμενταλεσ

Χυπ (ν	ζενχι- μιεντο μεσ/α)ο	Πρεχιο	Φλυχω- χι (ν	Ρενδι- μιεντο*	Χυπ (ν	ζενχι- μιεντο μεσ/α)ο	Πρεχιο	Φλυχω- χι (ν	Ρενδι- μιεντο*		
9απ (ν (3 π.μ. Τοκιο)	2.60%	03/07	105.02	0.01	0.13%	Αλεμανια (5 π.μ. Λονδρεσ)	2.25%	12/06	99.65	0.05	2.451%
1.80	03/10	105.53	0.08	0.67	3.50	10/09	101.80	0.15	3.069		
1.50	03/15	99.74	v.a.	1.53	3.75	01/15	99.95	0.20	3.753		
2.40	12/34	98.46	0.17	2.49	4.00	01/37	95.66	0.22	4.251		
Ρεινο Υνιδο (5 π.μ. Λονδρεσ)	7.75%	09/06	104.31	0.01	4.764%	Χαναδ (3 π.μ. ηορα δελ εστε)	3.25%	12/06	100.48	0.03	2.964%
5.75	12/09	103.95	0.09	4.811	4.25	09/09	102.46	0.03	3.651		
5.00	09/14	101.42	0.23	4.813	5.00	06/14	105.38	0.02	4.289		
4.25	06/32	93.75	0.27	4.657	5.75	06/33	115.48	0.07	4.748		

*Εθυιπαλεντε αλοσ ρενδιμιεντοσ χομπυεστοσ σεμεστραλεσ αλ πενχιμιεντο.

Τασασ τοταλεσ δε ρενδιμιεντο σοβρε βονοσ ιντερναχιοναλεσ

Εν πορχενταφε, βασαδοσ εν ελ 9Π. Μοργαν Γοσπερνμεντ Βονδ Ινδεξ, 31 δε διχιεμβρε δε 1987 = 100

	Εν μονεδα λογαλ					Εν δ (λρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ				
	γαλορ νδιχε	Υν δ(α	Υν μεσ	Τρεσ μεσεσ	Δεσδε 31/12	γαλορ νδιχε	Υν δ(α	Υν μεσ	Τρεσ μεσεσ	Δεσδε 31/12
9απ (ν	220.63	0.07	0.83	0.13	0.19	254.30	0.22	1.16	2.52	2.61
Ινγλατερρα	447.44	0.11	1.19	0.31	1.07	452.74	0.02	0.33	1.80	1.67
Αλεμανια	306.03	0.13	0.82	0.80	0.36	322.24	0.22	0.51	1.03	3.07
Φρανχια	408.65	0.13	0.76	0.83	0.36	434.86	0.22	0.56	1.00	3.07
Χαναδ	452.61	0.03	0.18	1.49	0.95	471.82	0.39	0.12	2.42	2.99
Πα(σσεσ Βαροσ	327.85	0.13	0.64	0.77	0.35	344.69	0.22	0.68	1.07	3.09
ΕΜΥ-δ	217.19	0.13	0.84	0.89	0.39	232.48	0.22	0.49	0.94	3.04
Γλοβολ-α	351.12	0.03	0.79	0.51	0.05	361.23	0.03	0.17	1.00	2.15
ΕΜΒΙ -β	334.92	0.10	0.84	3.64	1.63	334.92	0.10	0.84	3.64	1.63

^a 18 μεραδοσ γυβερναμενταλεσ ιντερνοσ18. Δευδα δε μεραδοσ εμεργεντεσ εν μονεδα εξτερνα ^β, 31 δε διχ., 1993 = 100. δ 2 δε ενερο, 1995 = 100.

Φυεντε: *Τηε Ωαλλ Στρεετ θουρναλ*, 4 δε μαρξο δε 2005, π. Β7. Ιλουτραχι (ν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι (ν δε *Τηε Ωαλλ Στρεετ θουρναλ*. ▼ 2005 Δοω θονεσ & Χομπανη, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηοσ ρεσπεταδοσ εν ελ μυνδο.

ILUSTRACIÓN 12.11
Información del mercado internacional de bonos gubernamentales publicados diariamente en el Financial Times

ΒΟΝΟΣ ΓΥΒΕΡΝΑΜΕΝΤΑΛΕΣ ΔΕ ΡΕΦΕΡΕΝΧΙΑ								
Μαρζο 3	Φεχηα δε ρεδερχι Γν	Χυπ Γν	Πρεχιο δε οφερτα	Ρενδι- μιεντο α λα οφερτα	Ρενδ. δε φλυχτ. διαρια	Ρενδ. δε φλυχτ. σεμαναλ	Ρενδ. δε φλυχτ. μενσουαλ	Ρενδ. δε φλυχτ. ανουαλ
Αλεμανια	12/06	2.25	99.6400	2.46	0.02	0.02	0.04	0.18
	10/09	3.50	101.7600	3.08	0.02	□	0.12	0.22
	01/15	3.75	99.8900	3.76	0.02	0.03	0.20	0.32
	01/37	4.00	95.5400	4.26	□	0.06	0.25	0.57
Αυστραλια	10/07	10.00	110.8110	5.48	0.03	0.03	0.22	0.22
	04/15	6.25	105.0740	5.59	0.01	0.12	0.24	0.03
Αυστρια	10/07	5.60	107.0300	2.68	0.02	0.01	0.07	0.16
	07/14	4.30	104.4100	3.73	0.02	0.02	0.19	0.46
Βέλγικα	03/07	6.25	107.3820	2.52	0.02	0.02	0.04	0.28
Χαναδζ	09/14	4.25	103.9100	3.75	0.02	0.03	0.19	0.44
	12/06	3.25	100.4600	2.98	0.03	0.01	0.03	0.52
Διναμαρχα	06/14	5.00	105.3300	4.29	□	0.02	0.03	0.09
	11/06	3.00	100.8500	2.48	0.01	0.01	0.06	0.06
Εσπαλα	11/15	4.00	101.3400	3.84	0.02	0.06	0.19	0.42
	10/06	4.80	103.8120	2.41	0.04	0.05	□	0.23
Εσταδος Υνιδος	01/15	4.40	105.1100	3.77	0.02	0.03	0.20	0.31
	02/07	3.38	99.5938	3.59	0.03	0.10	0.25	11.87
	02/10	3.50	97.7109	4.01	0.01	0.11	0.25	11.01
	02/15	4.00	96.8750	4.39	0.01	0.11	0.22	0.36
Φινλανδια	02/31	5.38	109.3750	4.74	0.01	0.07	0.15	0.14
	07/07	5.00	105.3800	2.58	0.04	0.04	0.27	0.09
	07/15	4.25	104.2500	3.74	0.03	0.02	0.18	0.32
	01/07	3.75	102.2900	2.47	0.02	0.03	0.02	0.13
Φρανχια	01/10	3.00	99.4600	3.12	0.03	□	0.12	0.14
	04/15	3.50	97.6100	3.79	0.02	0.03	0.24	0.31
	04/35	4.75	108.0300	4.27	□	0.05	0.24	0.58
	06/08	2.90	100.0280	2.88	0.03	0.01	0.09	0.34
Γρεχια	07/15	3.70	97.9360	3.94	0.02	0.03	0.29	0.36
	04/09	3.25	101.0000	2.99	0.02	□	0.12	0.06
Ιρλανδα	04/13	5.00	110.0200	3.56	0.01	0.02	0.18	0.46
	01/07	2.75	100.5440	2.46	0.03	0.04	0.01	0.13
Ιταλια	04/09	3.00	100.0100	3.02	0.03	0.01	0.10	0.25
	02/15	4.25	103.4300	3.87	0.02	0.03	0.20	0.34
	08/34	5.00	109.6600	4.46	□	0.05	0.26	0.62
	03/07	2.60	104.9970	0.14	□	0.03	0.05	0.04
Θαπ Γν	03/10	1.80	105.4810	0.68	0.02	0.09	0.14	0.11
	03/15	1.50	99.6100	1.55	0.04	0.14	0.22	0.14
	12/24	2.10	99.6510	2.13	0.01	0.10	0.19	0.20
	05/09	5.50	108.5600	3.28	0.01	0.05	0.22	0.17
Νορβεγια	05/15	5.00	108.1500	4.01	0.01	0.07	0.18	0.13
	11/06	8.00	102.4800	6.42	0.03	0.07	0.07	0.82
Νυεπα Ζελανδα	04/13	6.50	102.0700	6.17	0.01	0.08	0.12	0.22
	07/06	3.00	100.8500	2.35	0.02	0.02	□	0.17
Παίσεσ Βαφοσ	07/14	3.75	100.1400	3.73	0.02	0.03	0.19	0.35
	07/06	3.00	100.8370	2.36	0.02	0.05	0.01	0.12
Πορτυγαλ	06/14	4.38	104.9800	3.73	0.01	0.02	0.20	0.41
	12/06	8.50	102.7800	4.72	□	0.02	0.26	0.60
Ρεινο Υνιδο	12/09	5.75	103.9000	4.82	0.02	0.02	0.26	0.11
	09/14	5.00	101.3200	4.83	0.01	0.04	0.22	0.02
	06/32	4.25	93.4600	4.68	0.01	0.09	0.17	0.05
	08/07	8.00	112.6530	2.57	0.02	0.01	0.02	0.49
Συεχια	08/15	4.50	104.8230	3.93	0.01	0.04	0.17	0.64
	06/07	4.50	107.2900	1.20	0.05	0.01	0.09	0.43
Συιζα	06/15	3.75	112.7300	2.34	0.02	0.01	0.16	0.22

Χιερρε εν Λονδρεσ. Χιερρε εν Νυεπα Ψορκ.

Ρενδιμιεντοσ: βασε εστ(νδαρ δε ρενδιμιεντο ανουαλιζαδο εν λοσ μερχαδοσ λοχαλασ. Εν λοσ ρενδιμιεντοσ δε Ιταλια νο σε ινχλυμελα τασα δε ρετρενχι Γν δε 12.5% ιμπευστα αλοσ νο ρεσιδεντεσ.

Φουεντε: Φινανχιαλ Τιμεσ, μαρζο 4, 2005, π. 25.

índices. Adviértase que los valores se dan en moneda local y en dólares de Estados Unidos. Además se incluyen en ambas divisas las tasas totales de rendimiento a un día, un mes y tres meses.

En la ilustración 12.10 se observa que también *The Wall Street Journal* publica el valor diario de los rendimientos de los bonos del gobierno japonés, alemán, inglés y canadiense de varios plazos a su vencimiento. La información anterior permite comparar la estructura de vencimiento de las tasas de interés en esos importantes países industriales entre ellos y con los bonos del Tesoro de Estados Unidos que aparecen en otras partes del periódico. Otra fuente de datos son las tasas de cupón, los precios y los rendimientos al vencimiento que aparecen en el cuadro diario “Benchmark government bonds” del *Financial Times*. Un ejemplo de esa información se da en la ilustración 12.11.

RESUMEN

En el capítulo se presenta y explica el mercado internacional de bonos mercado de bonos internacionales. Se ofrece una perspectiva estadística del mercado y se indica su tamaño. Se analizan los segmentos, el tipo de instrumentos emitidos, las monedas principales de denominación de los bonos, los principales emisores por nacionalidad y tipo. Se examinan las prácticas en el mercado de eurobonos, lo mismo que las calificaciones de crédito de los bonos internacionales y los índices del mercado.

1. Al final de 2003 había casi 40.3 billones de dólares en bonos domésticos en circulación y más de 11.1 billones de dólares en bonos internacionales. Las cuatro monedas en que se denominan son el dólar de Estados Unidos, el euro, la libra esterlina y el yen.
2. Una emisión de bonos extranjeros la ofrece un emisor extranjero a inversionistas en un mercado nacional de capitales; se denominan en la moneda del país. Una emisión de eurobonos se denomina en una moneda particular, pero se vende a los inversionistas en los mercados de capital que no se ubican en el país que la acuña.
3. El segmento de eurobonos del mercado internacional de bonos equivale a cuatro veces al de bonos extranjeros. Las dos razones principales nacen del hecho de que el dólar de Estados Unidos es la moneda más buscada en esta clase de financiamiento. Primero, los bonos en eurodólares se introducen más rápidamente en el mercado que los bonos *yankee*, porque no se ofrecen a los inversionistas estadounidenses y en consecuencia no se sujetan a normas tan estrictas de registro impuestas por la Securities and Exchange Commission. Segundo, los eurobonos suelen ser al portador y ofrecen anonimato al propietario, lo cual le permite evadir los impuestos sobre los intereses. Debido a ello los inversionistas generalmente están dispuestos a aceptar un rendimiento más bajo que los bonos *yankee* de condiciones similares, pues se registra la propiedad. Para los emisores un rendimiento más bajo significa un costo menor del servicio de la deuda.
4. Los bonos de tasa fija son el tipo más común de emisión internacional, el segundo lugar le corresponde a los pagarés de tasa flotante. Otros tipos de emisiones que se realizan en el mercado son los bonos convertibles, los bonos con garantía de capital, los bonos de cupón cero, los bonos recortados y los de moneda dual.
5. Fitch Ratings, Moody's Investors Service y Standard & Poor's ofrecen calificaciones de crédito de las emisiones más importantes de bonos internacionales. Se ha señalado que una porción desproporcionada de eurobonos tienen calificaciones altas. Según los datos disponibles ello obedece a una razón lógica: ante todo el mercado de eurobonos es accesible sólo para las compañías que tienen una buena calificación crediticia. La que se otorga a una entidad nunca será mayor que la asignada al gobierno soberano del país donde se ubica físicamente. El análisis de S&P sobre un país incluye un análisis del riesgo político y económico.
6. Las nuevas emisiones de eurobonos se ofrecen en el mercado primario mediante una asociación de suscriptores contratado por el emisor para que introduzca los bonos. El mercado secundario es un acuerdo informal en que las transacciones más importantes se llevan a cabo en Londres.
7. La banca de inversión J. P. Morgan and Company proporciona algunos de los mejores índices del mercado internacional de bonos y se emplean frecuentemente al evaluar el desem-

peño. J.P. Morgan publica un índice de bonos gubernamentales nacionales de 18 países, un índice gubernamental de la zona del euro, un índice global de bonos gubernamentales y un índice de bonos del mercado emergente.

TÉRMINOS CLAVE

bono al portador, 295	bono relacionado con capital, 298	grupo de directores, 303
bono con garantía de capital, 298	comisión de suscripción, 303	mercado primario, 306
bono convertible, 298	corredor, 306	mercado secundario, 306
bono de cupón cero, 298	creadores del mercado, 306	pagaré de tasa flotante, 297
bono de moneda doble, 298	ejecutivo principal, 303	precio de oferta, 306
bono de tasa fija, 297	eurobono, 294	precio de venta, 306
bono extranjero, 294	Europagaré a mediano plazo, 297	registro en estante, 296
bono global, 296	grupo de venta, 303	sindicato de suscriptores, 303
bono recortado, 298		
bono registrado, 295		

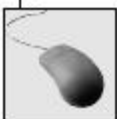
CUESTIONARIO

1. Explique las diferencias entre bonos extranjeros y eurobonos. Explique también por qué estos últimos se llevan la tajada más grande del mercado internacional de bonos.
2. Defina brevemente los tipos principales de instrumentos del mercado, señale sus características distintivas.
3. ¿Por qué Moody's y Standard & Poor's conceden altas calificaciones de crédito a los bonos internacionales?
4. ¿Qué factores analiza Standard & Poor's al determinar la calificación que otorgará a un gobierno soberano?
5. Describa el proceso con que se introduce en el mercado una emisión de bonos internacionales.
6. Es usted un banquero de inversión y asesora a un eurobanco que proyecta ofrecer bonos. Las ganancias le servirán para financiar préstamos en eurodólares a sus clientes. ¿Qué clase de bonos le recomendaría que emitiera? ¿Por qué?
7. ¿Qué elementos ha de considerar un emisor antes de ofrecer bonos de moneda dual? ¿Qué elementos ha de considerar un inversionista antes de comprarlos?

PROBLEMAS

1. Su compañía acaba de emitir pagarés de tasa flotante a cinco años, indexados a la tasa semestral LIBOR en dólares de Estados Unidos más $1/4\%$. ¿A cuánto asciende el primer pago de cupón que deberá pagar por mil dólares de Estados Unidos de valor nominal, si la tasa LIBOR es de 7.2% en el momento actual?
2. Al tratar de los bonos de cupón cero se dio un ejemplo de dos de ellos emitidos por Commerzbank. La emisión de 300 millones en marcos alemanes con vencimiento en 1995 se vendieron a 50% del valor nominal y la emisión de esa misma cantidad con vencimiento en 2002 se vendió en $33\frac{1}{3}$ del valor nominal. Ambas se efectuaron en 1985. Calcule su rendimiento al vencimiento de estos dos bonos cupón cero.
3. Considere bonos denominados en francos suizos y en dólares de Estados Unidos a 8.5% que rinde 666.67 de dólares a su vencimiento por cada mil francos suizos de valor a la par. ¿Cuál es el tipo de cambio al vencimiento en esta moneda? ¿Estarán los inversionistas en mejores o en peores condiciones al vencimiento si el tipo de cambio real es FS1.35/EU\$1.00 ?

EJERCICIOS DE INTERNET



BondMarkets.com es el sitio web de la Asociación del Mercado de Bonos, organismo que representa al mercado internacional. El sitio incluye un boletín. Visite el sitio para averiguar que acontecimientos actuales interesan al mercado.

MINICASO

Eurobonos de Sara Lee Corporation

Εστα χομπα)ία οφρεχε υν νομβρε δε μαρχα ψ πενχιμιεντος μ(ς χορτος θυε οτρος εμισο-ρεσ χορποραπισος ρεχιεντες, χον ταλ δε απραερ α λος πριμερος χομπραδορες δε συς πριμερος ευροβονος εν δ(λαρες. Φαβριχαντε δε προδυχοτος δε χονσυμο □δεσδε ταρτας δε θυεσο ηαστα παντιμεδιασ Ηανες ψ χαρνε Ηιλλσηρε Φαρμ, πενδε 100 μιλλονες δε δ(λαρες εν βονος χον υν χυπ(ν δε 6%. Σον βονος α τρεσ α)ος; οτρας χορποραχιονες εντρε ελλας Χοχα-Χολα Χομπανψ, Υνλεπερ Νς ψ Ωαλ-Μαρτ Στορες Ινχορπορατεδ σε χονχεντραν εν πενχιμιεντος α χινχο α)ος.

□Εσ υνα μαρχα μυψ χονοχιδα ψ απορτα βονος α υνα παρτε δε λα χυρπα δε πενχιμιεντος δονδε νο σε οφρεχεν μυχηοσ□, χομεντ(Νοελ Δυνν δε Γολδμαν Σαχης Ιντερνατιοναλ. Εστα εμπρεσα εσπερα ενχοντραρ λα μαγορ)α δε λος χομπραδορες εν ελ μερχαδο μινοριστα δε Συιζα, εν θυε σε περεφιρεν □λος βονος εσταδουινδενσεσ δε γραν χαλιδαδ□, διφο Δυνν.

Σον λος πριμερος βονος δε υν προγραμμα δε 500 μιλλονες δε δ(λαρες θυε Σαρα Λεε ανυ-χι(εν αγοστο δε 1995; λος ινγρεσοσ σε δεστιναρ(ν α προπ(σιτος γενεραλεσ, οβσερπ(θεφφρεψ Σμιτη, πορταπωζ δε λα χομπα)ία.

Λος βονος τιενεν υν περχιο αδεχυαδο σεγ(ν υν ανλπισ δε Βλοομβεργ Φαιρ ζαλυε, θυε χομπαρ(υν βονο δε εμισιονες σμιλαρες δισποινιβλεσ εν ελ μερχαδο. Οφρεχεν υν ρενδιμιεντο δε 5.881% ανυαλ, ο 5.797% σεμεστραλ. Ελ πορχενταρε εθυιπαλε α 22 πυντος βασε μ(ς δε λο θυε σε οβτιενε εν ελ παγαρ(δε ρεφερενγια δελ Τεσορο δε Εσταδος Υνιδος.

Εν ελ ανλπισ σε χαλχυλα θυε ελ βονο παλε 100 145 δ(λαρες εν υν βονο δε 100 000 δ(λαρες, εν χομπαραχι(ν χον ελ περχιο δε ρεοφερτα δε 100 320 δ(λαρες. Χυαλθυιερ χιφρα χερχανα α 500 δ(λαρες εν υν βονο δε 100 000 σε χονσιδερα υν περχιο αδεχυαδο. Στανδαρδ & Ποορ(ς Χορπορατιον λε οτοργα α Σαρα Λεε υνα χλασιφχαχι(ν □ΑΑ-□ ψ Μοοδι(ς Ινβεστορσ Σερπιχε υνα χλασιφχαχι(ν □ΑΙ□, ο σεα υνα μυεσχα μ(ς βαρια.

Εν φυλιο δε 1994 λα διπισι(ν δε Σαρα Λεε εν λος Πα)ισεσ Βαρος πενδι(200 μιλλονες δε φλορι-νες (127 μιλλονες δε δ(λαρες) δε βονος α τρεσ α)ος χον 35 πυντος βασε ρεσεπχο α λος βονος γυβερναμενταλεσ. Εν ενερο λα διπισι(ν δε Αυστραλια πενδι(51 μιλλονες δε λιβρασ εστερλινασ (78 μιλλονες δε δ(λαρες) δε βονος α 9.43% ψ χον πενχιμιεντο εν 2004.

□Θυ(οπινα δε λα εστρατεγια δε φινανχιαμιεντο μεδιαντε δευδα απλιχαδα πορ Σαρα Λεε?

Φυεντε: Ινφορμαχι(ν τομαδα δε Βλοομβεργ Νεωσ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Claes, A., Marc J.K. DeCeuster y R. Polfiet, "Anatomy of the eurobond market", *European Financial Management* 8, núm. 3, 2002.

Gande, Amar y David C. Parsley, "News spillovers in the sovereign debt market", *Journal of Financial Economics*, núm. 75, 2005, pp. 691-734.

Kim, Yong Cheol y Rene M. Stultz, "The eurobond market and corporate financial policy: a test of the clientele hy-

pothesis", *Journal of Financial Economics*, núm. 22, 1998, pp. 189-205.

Miller, Darius P. y John J. Puthenpurackal, "Do multi-market offerings lower the cost of capital? Evidence from global bond issuance by U.S. firm", Indiana University, Kelley School of Business, trabajo manuscrito, marzo de 2002.

13 Mercados internacionales de acciones

Un enfoque estadístico

- Capitalización del mercado en los países desarrollados
- Capitalización del mercado en los países en vías de desarrollo
- Medidas de liquidez
- Medidas de concentración del mercado

Estructura, transacciones y costos de mercado

Puntos de referencia en el mercado de acciones internacionales (benchmarks)

iShares de MSCI

Transacciones con acciones internacionales

- Cotización cruzada de las acciones
- Ofertas de las acciones yankee
- El mercado accionario europeo

Certificado estadounidense de depósito

Acciones globales registradas

Factores que inciden en el rendimiento de las acciones internacionales

- Factores macroeconómicos
- Tipo de cambio
- Estructura industrial

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: La nueva Bolsa de Valores de San Pico

Bibliografía y lecturas recomendadas

ESTE CAPÍTULO SE CENTRA en los mercados accionarios, esto es, en cómo se negocia en el mundo la propiedad de las empresas que cotizan en la bolsa. Se explica la venta *primaria* de nuevas acciones comunes por las corporaciones a los inversionistas y cómo las que ya se emitieron se intercambian entre los compradores en los mercados *secundarios*. Este capítulo permite entender cómo las compañías obtienen capital fresco y brinda información institucional útil para los inversionistas interesados en diversificar su portafolio en el ámbito mundial.

El capítulo empieza con un panorama general de los mercados accionarios. Se presentan estadísticas donde se comparan el tamaño y las oportunidades de intercambio en varios mercados secundarios tanto de los países industrializados como de los países en vías de desarrollo. Se analizan las diversas estructuras del mercado y se presenta un comparativo de los costos de transacción del comercio de acciones. Después se abordan los beneficios de la cotización simultánea de las acciones de una corporación en más de una bolsa nacional. Asimismo, se estudia el tema conexo de conseguir capital nuevo a partir de los inversionistas primarios en más de un mercado nacional. El capítulo termina con la exposición de los factores que inciden en la valuación de las acciones. No se examina el desempeño histórico ni los riesgos de invertir en los mercados extranjeros de acciones de otras naciones; tema que se trata en el capítulo 15, donde se ejemplifica la conveniencia de diversificar los fondos de inversión.

Un enfoque estadístico

Antes de que se pueda analizar en forma inteligente los mercados de las acciones internacionales, es necesario saber dónde están localizados los principales mercados de las acciones nacionales, su tamaño relativo y las oportunidades de comerciar con ellas y adquirirlas. En esta sección se incluyen los antecedentes junto con un resumen estadístico de los mercados emergentes en Europa Oriental, el Medio Oriente, África, América Latina y Asia.

ILUSTRACIÓN 13.1**Capitalización del mercado en los mercados accionarios de los países desarrollados**

(en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

Ρεγιόν ο παΐς	1999	2000	2001	2002	2003
Ευροπα	9 877	9 297	7 451	6 234	8 609
Αλεμανια	1 432	1 270	1 072	686	1 079
Αυστρια	33	30	25	32	55
Βλγικα	185	182	166	128	174
Διναμαρχα	105	108	95	77	128
Εσπα)α	432	504	468	462	726
Φινλανδια	349	294	190	139	170
Φρανκια	1 475	1 447	1 174	967	1 356
Γρεκια	204	111	87	69	107
Ιρλανδα	69	82	75	60	85
Ισλανδια	5	4	4	6	9
Ιταλια	728	768	527	477	615
Λυξεμβυργο	36	34	24	25	37
Νορβεγα	64	65	69	67	95
Παΐσεσ Βαροσ	695	640	458	401	489
Πορτυγαλ	66	61	46	43	58
Ρεινο Υνιδο	2 933	2 577	2 217	1 864	2 412
Συεκια	373	328	233	177	288
Συιζα	693	792	521	554	726
Μεδιο Οριεντε/Σφρηκα	40	36	11	1	1
Χηιπρε	7	4	3	1	1
Εμιρατοσ Ξραβεσ Υνιδοσ	8	6	8	□	□
Κυωαιτ	19	21	□	□	□
Θαταρ	6	5	□	□	□
Λεφανο Οριεντε	5 810	4 325	3 267	3 094	4 519
Αυστραλια	428	373	374	381	585
Ηονγ Κογγ	609	623	506	463	715
Θαπ Γν	4 547	3 157	2 252	2 126	3 041
Νυεπα Ζελανδα	28	19	18	22	33
Σινγαπυρ	198	153	117	102	145
Ατλντιχο	2	3	3	2	3
Βερμυδασ	1	2	2	□	3
Ισλασ Χαιμ(ν	1	1	1	1	□
Αμ(ρικα δελ Νορτε	17 436	15 945	14 511	11 627	15 160
Χαναδ(	801	841	701	575	894
Εσταδοσ Υνιδοσ	16 635	15 104	13 810	11 052	14 266
Τοταλ παΐσεσ δεσαρρολλαδοσ*	33 166	29 607	25 243	20 958	28 291

* Αοσ παΐσεσ δε λασ χολυμνασ ταλ πεζ(νο χορρεσπονδαν πορ υν ερρορ δε ρεδονδεο.

Φοιντε: Γλοβαλ Στοκκ Μαρκετο Φακτιβοοκ, Στανδαρνδ & Ποορ(σ, 2004.

Capitalización del mercado en los países desarrollados

Al final de 2003, la capitalización total del mercado mundial de acciones era de \$31.948 billones. Ochenta y nueve por ciento de ese monto correspondía a la capitalización de los grandes mercados de 31 países desarrollados. La ilustración 13.1 contiene la capitalización de ellos en el periodo comprendido entre 1999 y 2003. Como se aprecia, debido a la reducción del mercado accionario en el año 2000, su capitalización total disminuyó 15%, de \$33.166 a \$28.291 billones.

La reducción de la capitalización del mercado se distribuye bastante uniformemente en los países desarrollados. Por ejemplo, Estados Unidos registró una reducción de 14% en el periodo de cinco años; en los mercados europeos fue de 12% y en el Lejano Oriente de 22%.

ILUSTRACIÓN 13.2

Capitalización de los mercados accionarios en países seleccionados en vías de desarrollo
(en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

Ρεγιόν ο παίς	1999	2000	2001	2002	2003
Αμρική Λατινα					
Αργεντινα	84	166	192	103	39
Βρασιλ	228	226	186	124	235
Χηίλε	68	60	56	48	86
Χολομβια	12	10	13	10	14
Μέξικο	154	125	126	103	123
Περλ	13	11	11	13	16
ζενεζυελα	7	8	6	4	4
Ασια					
Χηινα	331	581	524	463	681
Χορεα	396	172	234	250	330
Φιλιππασ	48	52	42	39	24
Ινδια	185	148	110	131	279
Ινδονεσια	64	27	23	30	55
Μαλασια	145	117	120	124	168
Πακιστίν	7	7	5	10	17
Σρι Λανκα	2	1	1	2	3
Ταιλανδια	58	29	36	46	119
Ταιωίν	376	248	293	261	379
Ευροπα					
Εσλοπαθια	1	1	2	2	3
Ηυγγρία	16	12	10	13	17
Πολονια	30	31	26	29	37
Ρεπβλιχα Χηεχα	12	11	9	16	18
Ρυσια	72	39	76	124	231
Τυρθία	113	70	47	34	68
Οριεντε Μεδιο/Σφριχα					
Αραβια Σαυδιτα	60	67	73	75	157
Βαηραιν	7	7	7	7	10
Εγυπτο	33	29	24	26	27
Ισραελ	64	64	70	45	76
Θορδανια	6	5	6	7	11
Μαρρυεχοσ	14	11	9	9	13
Νιγερια	3	4	5	6	9
Ομίν	4	4	5	10	17
Συδφριχα	262	205	140	185	268
Ζιμβαβυε	3	2	8	16	5

Πηυε: Γλοβαλ Στοκ Μαρκετ Φαχτβουκ, Στανδαρνδ & Ποορ, 2004.

Capitalización del mercado en los países en vías de desarrollo

La ilustración 13.2 muestra la capitalización del mercado de 33 mercados secundarios emergentes de los países en vías de desarrollo. En términos generales, la base de datos de los mercados emergentes de Standard & Poor's clasifica un mercado accionario como "emergente" si reúne al menos uno de dos criterios generales: (1) está situado en una economía de ingresos bajos o medios según la definición del Banco Mundial y (2) su capitalización de mercado por inversión es baja en relación a sus cifras del ingreso nacional bruto.

En la ilustración 13.2 se incluye la capitalización de esos mercados en el periodo comprendido entre 1999 y 2003. Se observa que muchos de ellos han crecido de modo significativo en ese periodo. La capitalización del 2003 indica que actualmente hay varios mercados nacionales de capitales pequeños en América Latina, Europa, Oriente Medio y África. Sin embargo, muchos de los situados en América Latina (principalmente en Brasil y México), así como en Asia (China, Corea y Taiwán) tienen una capitalización mucho mayor que el tamaño de algunos mercados más pequeños de los países en vías de desarrollo de la ilustración 13.1, lo cual refleja oportunidades de inversión en esos mercados.

ILUSTRACIÓN 13.3

Razón de rotación de los mercados accionarios en los países desarrollados (transacciones en EU\$/capitalización del mercado al final del año en EU\$)

Ρεγιόν ο παΐς	1999	2000	2001	2002	2003
Ευρώπη					
Αλεμανια	108	79	125	141	130
Αυστρια	38	30	28	21	25
Βέλγικα	28	21	24	26	25
Δυναμαρχα	60	86	67	60	65
Εσπα)α	179	211	177	211	158
Φινλανδία	44	64	76	107	106
Φρανκία	62	74	85	88	86
Γρεκία	133	60	39	26	44
Ιρλανδία	91	19	30	51	61
Ισλανδία	4	51	37	73	94
Ιταλία	83	104	88	109	122
Λυξεμβουργο	3	3	2	2	1
Νορνεγα	90	93	75	68	86
Παΐσες Βοαροσ	145	101	192	124	104
Πορτυγαλ	63	86	53	52	42
Ρεινο Υνιδο	52	67	78	135	101
Συεχία	73	111	113	96	114
Συιζα	78	82	47	101	90
Μεδιο Οριεντε/Σφριχα					
Χηπρε	39	57	40	11	6
Εμιρατοσ Σραβεσ Υνιδοσ	NA	<1	4	NA	NA
Κυωατ	33	21	NA	NA	NA
Θαπαρ	7	5	NA	NA	NA
Αερανο οριεντε					
Αυστραλία	28	57	67	77	77
Ηονγ Κογγ	51	61	35	44	56
Θαπ Γν	53	70	68	71	88
Νυεπα Ζελανδα	45	46	48	38	38
Σινγαπωρ	67	52	47	39	71
Αιλίντιχο					
Βερμυδασ	5	8	10	4	2
Αμρίκα δελ Νορτε					
Χαναδς	54	77	60	68	64
Εσταδοσ Υνιδοσ	124	201	201	203	123

Φοιντε: αριοσ ν μεροσ δελ Γλοβαλ Στοκ Μαρκετο Φαχφβοοκ, Στανδαρδ & Ποορϋσ.

La inversión en mercados accionarios extranjeros se convirtió en una práctica común en la década de 1980, cuando los inversionistas se percataron de los beneficios de la diversificación internacional de portafolios (tema que abordaremos en el capítulo 15). Sin embargo, en la década de 1980 la inversión extranjera en el mercado accionario se confinó principalmente a los mercados accionarios de los países desarrollados. Apenas en la década de 1990 los inversionistas empezaron a destinar cantidades importantes a los mercados emergentes, a medida que aumentaba el crecimiento y las perspectivas económicas en esos países. Por ejemplo, el *Investment Companies Yearbook* del 2001 de Thompson Financiamiento señala que al final del 2000 había 170 fondos accionarios y 27 fondos de renta fija de países emergentes, lo cual representa en conjunto 0.38 de un 1% de la inversión destinada a fondos mutuos en Estados Unidos. Apenas tres años antes las categorías de ese tipo de fondos no existían como clasificaciones separadas del total de fondos.

Medidas de liquidez

Un mercado de acciones líquido es aquel donde los inversionistas pueden comprar y vender acciones rápidamente al cierre al precio corriente cotizado. La medida de **liquidez** de un mercado accionario es la razón de rotación, es decir, la razón de las transacciones de un mercado

ILUSTRACIÓN 13.4

Razón de rotación de los mercados accionarios emergentes en algunos países en vías de desarrollo
(transacciones en EU\$/capitalización en EU\$ al fin de año)

Ρεγιόν ο παίς	1999	2000	2001	2002	2003
Αμρική Λατινα					
Αργεντινα	12	5	2	2	6
Βρασίλ	45	45	35	32	32
Χηίλε	11	10	8	6	10
Χολομβια	6	4	3	2	3
Μέξικο	29	33	32	24	21
Περύ	18	13	8	9	6
ζενεζυελα	10	9	6	3	4
Ασια					
Χηίνα	134	158	81	68	83
Χορεα	347	376	380	322	237
Φύλιππασ	47	16	7	8	9
Ινδια	84	307	191	165	139
Ινδονεσια	46	32	39	48	34
Μαλασια	40	45	18	23	34
Πακιστάν	340	487	227	346	497
Σρι Λανκα	13	11	13	21	35
Ταϊλανδια	89	53	109	114	117
Ταιωάν	286	315	199	226	185
Ευροπα					
Εσλοπαθια	56	122	141	46	29
Ηυγγρýα	95	86	44	52	58
Πολονια	45	48	26	22	27
Ρεπύβλικα Χηεχα	76	58	34	49	53
Ρυσια	6	37	39	36	46
Τυρθýα	111	197	162	170	192
Μεδιο Οριεντε/Άφρικα					
Αραβια Σαυδιτα	29	27	32	48	137
Βαηραιν	6	4	3	3	3
Εγύπτο	32	36	14	10	14
Ισραελ	30	37	45	99	68
Θορδανια	9	8	17	20	29
Μαρρυεχοσ	17	9	10	7	7
Νιγερια	5	7	10	8	11
Ομάν	12	14	15	16	28
Συδýφρικα	34	33	37	50	45
Ζιμβαβυε	12	11	29	21	26

Ποιντε: αριος νύμεροσ δελ Γλοβαλ Στοκ Μαρκετο Φαχτβοοκ, Στανδαρδ & Ποορτ.

accionario efectuadas en un periodo, dividida entre el tamaño del mercado accionario (o capitalización del mercado). En general, a una mayor razón de rotación corresponde un mercado secundario más líquido, lo cual indica facilidad de intercambio.

La ilustración 13.3 incluye los porcentajes de la razón de rotación de 33 mercados accionarios emergentes durante el quinquenio a partir de 1999. Indica que, en la mayoría de los mercados nacionales, la razón varía considerablemente con el tiempo. También muestra que, en general, tuvieron elevadísimas razones de rotación; la gran mayoría tuvo una rotación de más de 50% anual.

La ilustración 13.4 contiene los porcentajes de la razón de rotación en 33 mercados emergentes durante el periodo comprendido entre 1999 y 2003. Indica importantes diferencias en la razón de rotación entre los países en vías de desarrollo. Muchos de los mercados de capitales pequeños de cada región (Chile, Colombia, Sri Lanka, Jordania, Marruecos y Zimbabue, por ejemplo) tienen una razón bastante baja, es decir, poca liquidez en el momento actual. Sin embargo, los mercados emergentes más grandes (India, Corea y Taiwán) muestran una liquidez

ILUSTRACIÓN 13.5

Porcentaje de capitalización del mercado representado por las 10 acciones más importantes: mercados accionarios emergentes de algunos países en vías de desarrollo

Ρεγιόν ο παΐς	1999	2000	2001	2002	2003
Αμϋριχα Λατινα					
Αργεντινα	24	7	4	5	34
Βρασιλ	32	32	33	34	38
Χηΐλε	42	34	41	45	48
Χολομβια	48	32	31	47	44
Μϋξιχο	53	54	57	51	57
Περϋ	50	37	44	54	62
ρενεζυελα	56	38	40	50	61
Ασια					
Χηινα	30	25	27	27	27
Χορεα	58	50	50	48	44
Φϋλιππασ	42	27	29	28	63
Ινδια	31	26	40	43	37
Ινδονεσια	47	19	54	56	53
Μολασια	33	38	38	35	31
Πακιςτϋν	55	52	45	52	45
Σρι Λανκα	38	37	37	39	46
Ταιλανδια	46	39	42	41	42
Ταιωϋν	35	35	39	31	34
Ευροπα					
Εςλοσαθια	65	68	98	41	51
Ηυγγρια	83	68	87	87	84
Πολονια	58	62	59	68	64
Ρεπϋβλιχα Χηεχα	75	76	76	54	72
Ρυσια	46	73	85	83	80
Τυρθυα	59	51	56	51	54
Μεδιο Οριεντε/Σφριχα					
Αραβια Σαυδιτα	68	70	67	75	81
Βαηραιν	72	64	66	68	66
Εγιπτο	32	35	16	13	24
Ισραελ	38	47	47	52	48
Θορδανια	69	63	66	58	63
Μαρρυεχοσ	65	69	70	69	69
Νιγερια	41	50	51	59	63
Ομϋν	53	54	52	46	60
Συδϋφριχα	23	27	27	29	28
Ζιμβαβυε	60	50	46	45	40

Φυενηε: ραριος ν ϋμεροσ δε Γλοβαλ Στοχκ Μαρκετο Φαχτβουκ, Στανδαρδ ανδ Ποορϋε.

elevada. En muchos paΐses la razϋn disminuyϋ tras la reducciϋn del mercado de acciones en el aϋo 2000. Desde entonces tiende a permanecer baja en general.

Medidas de concentraciϋn del mercado

Como ya dijimos, en el capϋtulo 15 se examinan los beneficios de construir un portafolio internacional diversificado. Pero para ello se requieren oportunidades de invertir en el extranjero. Cuanto mϋs concentrado estϋ un mercado de acciones nacional en pocas acciones emitidas, menos oportunidades tendrϋ un inversionista global de incluir acciones de ese paΐs en un portafolio diversificado.

En la ilustraciϋn 13.5 se observa los coeficientes de concentraciϋn de 33 mercados accionarios emergentes entre 1999 y 2003. Cuanto menor sea el porcentaje de concentraciϋn, menos concentrado estϋ en pocas acciones emitidas. En 1999, 23 mercados accionarios presentaban razones de concentraciϋn de 40% o mϋs, 16 de 50% o mϋs y 8 de 60% o mϋs. En cambio, en 2003, 25 mercados tenϋan razones de 40% o mϋs, 17 de 50% o mϋs y 13 de 60% o mϋs. Por lo

tanto, debemos concluir que las oportunidades de invertir en los mercados emergentes no ha mejorado en los últimos años.

Estructura, transacciones y costos de mercado

A nivel mundial los **mercados secundarios** de acciones cumplen dos funciones principales: ofrecen *negociabilidad* y *valuación de acciones*.¹ Los inversionistas o corredores que compran acciones a una empresa emisora en el **mercado primario** no desean conservarlas de manera indefinida. El mercado secundario permite a los tenedores reducir sus tenencias de acciones no deseadas y a los compradores adquirirlas. A las compañías les resulta difícil atraer compradores hacia el mercado primario sin la negociabilidad que ofrece el mercado secundario. Además se fijan precios de mercado justos a las emisiones existentes gracias la competencia entre vendedores y compradores en el mercado secundario.

Al efectuar una transacción en el mercado secundario, los compradores y vendedores están representados por un agente, llamado **corredor**. La orden enviada a un corredor puede ser una **orden de mercado** o una **orden límite**. La primera se ejecuta al precio más alto del mercado en el momento de recibirla, es decir, al *precio de mercado*. La segunda es una *orden de no sujetarse al precio de mercado* y se conserva en un **libro de órdenes límite** hasta alcanzar el precio deseado.

Hay muchos diseños del mercado secundario que permiten tanto a compradores como a vendedores intercambiar eficientemente las acciones. Pero casi siempre se estructura como un mercado de intermediarios o agencias. En un **mercado de intermediarios**, el corredor realiza la transacción por el intermediario quien interviene como participante principal al comprar y vender valores por su cuenta. El público que quiere comprar o vender no negocia directamente entre sí en este tipo de mercado. En un **mercado de agencias**, el corredor recibe la orden del cliente a través del agente, quien la iguala con otra orden opuesta. Al agente puede ser visto como *corredor de corredores*. También se le llama *corredor oficial* y *corredor central*.

En Estados Unidos existen ambos tipos de estructura. El mercado **extrabursátil (over-the-counter** o simplemente OTC) es un mercado de intermediarios. Casi todas las acciones extrabursátiles se negocian en el NASDAQ (National Association of Security Dealers Automated Quotation System), sistema conectado a computadoras que muestra los **precios de compra** (*bid*) y **de venta** (*ask*) de todos los intermediarios que manejan algún valor. En ocasiones, hasta 20 intermediarios pueden integrar un mercado con las emisiones de mayor movimiento.

En Estados Unidos, las compañías deben reunir ciertos requisitos para poder cotizar, si quieren que sus acciones se negocien en alguna de las bolsas de valores. Las dos más grandes a nivel nacional, la Bolsa de Nueva York (NYSE) y la American Stock Exchange (AMEX), y en ellas se negocian las acciones de las empresas más grandes y de mayor interés para los inversionistas. Las acciones de las compañías de interés regional se negocian en varias bolsas estatales.

Los mercados cambiarios en Estados Unidos son de tipo agencia/subasta. Las acciones que se intercambian están representadas por un **especialista**, quien hace mercado al mantener un inventario de los valores. Cada especialista tiene una estación (escritorio) en el piso de la bolsa desde donde negocia sus acciones. Los corredores de bolsa llevan las órdenes de mercado del público al escritorio del especialista para su ejecución. Éste, debido a que actúa como intermediario, está obligado a anunciar los precios de compra y de venta de la acción que representa y debe estar dispuesto a comprar o vender por su cuenta a esos precios. A través de un proceso de subasta, la “multitud” de corredores puede alcanzar el precio más favorable para sus clientes entre los precios de compra y de venta de los especialistas, y así negocia entre ellos. También el especialista tiene el libro de órdenes límite. Al ejecutarlas cumple la función de agente. Los precios de órdenes límite tienen preferencia al momento de establecerse los precios de compra y venta si son más favorables que los del especialista, éste, a su vez, debe llenar una orden límite, de ser posible, a partir del flujo de órdenes públicas antes de negociar por su propia cuenta. En Estados Unidos tanto el mercado extrabursátil como el de divisas son **mercados continuos**, esto es, las órdenes de mercado y límite pueden ejecutarse en cualquier momento durante el horario laboral.

www.nasdaq.com

Es el sitio web oficial de la bolsa NASDAQ. Ofrece información sobre la bolsa, el software para monitorear el portafolio y las cotizaciones.

www.nyse.com

Es el sitio web de la Bolsa de Nueva York. En él se indican funcionamiento, número de miembros y compañías que cotizan, así como la cotización de precios de las acciones de Estados Unidos.

¹ Gran parte de la exposición que se presenta en esta sección se basa en el capítulo 2 de Schwartz (1988).

ILUSTRACIÓN 13.6

Características de los principales sistemas de negociación de acciones

Συστημα δε νεγοχιαχι Γν	Χαρακτηριστικασ δελ μερχαδο		
	Θρδενεσ π βλιχασ	Φλυφο δε Γρδενεσ	Εφεμπλο
Ιντερμεδιαριος	Οπεραχι Γν χον ιντερμεδιαριος	Χοντινυο	ΝΑΣΔΑΘ εξτραβυρσ(τιλ
Αγενχια	Ελ αγεντε αγυδα α τηγαλαρ λασ Γρδενεσ δε χομπρα-σπεντα δελ π βλιχο	Χοντινυο ο περι Γδιχο	Συστημα εσπεχιολιστα ^α εν ΝΨΣΕ (χοντινυο) ζιερα Βολσα δε Παρ'σ (νο χοντινυα)
Τοταλμεντε αυτοματιζαδο	Ηυσαλαχι Γν ελεχτρ Γνιχα δε Γρδενεσ π βλιχασ	Χοντινυο	Τοροντο Στοχκ Εξχηανγε

^α Χομο σελα Γ εν ελ τεξτο, υν εσπεχιολιστα α πεχρεσ φυγγε χομο ιντερμεδιαριο.

www.tse.com

Es el sitio de la Toronto Stock Exchange. Contiene información sobre la bolsa, su funcionamiento, el número de miembros y las compañías que cotizan. También incluye el precio de las acciones y los fondos mutualistas de Canadá.

En años recientes, la mayoría de los mercados accionarios nacionales han automatizado por lo menos algunas de las emisiones que manejan. El primero fue la Toronto Stock Exchange (TSE), que en 1977 implantó el Sistema de Transacciones Asistido por Computadoras (Computer Assisted Trading System, CATS). En forma continua este tipo de sistemas almacena y muestra electrónicamente las órdenes públicas, lo que permite que los participantes intercambien pedidos para efectuar una transacción sin ayuda del personal de la bolsa. Los sistemas automatizados son exitosos, principalmente porque las órdenes pueden adjudicarse más rápido y requieren menos personal. En realidad, en algunos países el piso de remates ha sido eliminado por completo.

No en todos los sistemas de mercados se realizan intercambios continuos. Por ejemplo, la Bolsa de París era tradicionalmente un **mercado de llamada**, en el cual un agente de la bolsa acumula durante cierto periodo un lote de órdenes que periódicamente ejecutan en una subasta escrita o verbal a lo largo del día. Así se manejan las órdenes de mercado y las límite. La principal desventaja de este tipo de mercados radica en que los participantes no conocen con seguridad el precio al que se realizarán sus órdenes porque las cotizaciones no están a su disposición antes de la venta. El 22 de septiembre del 2000 la Bolsa de París se fusionó con las de Bruselas y Amsterdam para constituir Euronext, de la cual hablaremos en una sección posterior del capítulo.

Un segundo tipo de sistema no continuo de bolsa es un tipo de mercado de viva voz con agentes y especialistas "crowd trading" que se organiza así: en una arena de transacciones un agente grita periódicamente el nombre de la emisión. Ante ello, los asistentes anuncian su precio de compra y de venta para esta emisión, esto es, tratan de encontrar una contraparte con quien negociar. Se llega a un acuerdo entre varios de ellos y se realiza un intercambio. A diferencia del mercado de llamadas donde siempre hay un precio común para todos los participantes, pueden efectuarse transacciones bilaterales a precios diferentes. El "crowd trading" era antes el sistema que se utilizaba en la Bolsa de Zurich; por su parte, en agosto de 1996 la de Suiza adoptó el sistema automatizado. En el momento actual, la Bolsa de Madrid lo utiliza en un pequeño porcentaje de transacciones.

El sistema continuo es idóneo para las emisiones que tienen mucha demanda; en cambio, el mercado de llamada y el "crowd trading" ofrecen ventajas en las emisiones con poco intercambio ya que aminoran la posibilidad de poco flujo de órdenes en periodos cortos. La ilustración 13.6 contiene un resumen de los principales sistemas accionarios a nivel mundial.

En la figura 13.7 se ofrece una síntesis de la ubicación de los mercados y de los sistemas de intercambio que se emplean en varias bolsas del mundo. También se muestran los impuestos típicos aplicables a estos intercambios y los días hábiles requeridos para cerrar un trato.

Puntos de referencia en el mercado de acciones internacionales (benchmarks)

El índice de las acciones negociadas en una bolsa (o bolsas) del mercado secundario se emplea como punto de referencia (*benchmark*) de la actividad o desempeño de un mercado accionario nacional. Varios índices están a disposición de los inversionistas.

ILUSTRACIÓN 13.7 Transacciones y costos en los principales mercados accionarios

Παίς	Μερχαδο πριμαριο	Συστεμα	Ιμπυεστοσ	Λιθυδαχι Γν
Αλεμανια	Φρανκφουρτ	Αυτοματιζαδο ψ εν πισο εν λα βολσα	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Αργεντινα	Βυενος Αιρεσ	Μερχαδο δε συβαστας, αυτοματιζαδο	0.0951% + ΙζΑ δε 21% σοβρε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Αυστραλια	Μερχαδο ναχιοναλ	Αυτοματιζαδο	Ιντερναχιοναλ: νινγυνα; ναχιοναλ, 10% δε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Αυστρια	ζιενα	Χοπιζαχι Γν αυτοματιζαδα ψ παλυαχι Γν α πρεχιος δε μερχαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Β'λιγχα	Βρυσελασ	Ευρονεζτ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Βρασιλ	Σ'οο Παυλο	Χροωδ τραδιγγ αυτοματιζαδο	Χομισι Γν: 0.035%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Χαναδ'	Τοροντο	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Χηλε	Σαντιαγο	Αυτοματιζαδο ψ χροωδ τραδιγγ	Ταριφα αχιμυλαππα δεσδε 0.50%–0%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ Αχιχιονεσ Α: φεχηα δε οπεραχι Γν + 1 δ'α
Χηνα	Σηενζηεν ψ Σηανγαι	Αυτοματιζαδο	Σηενζηεν: 0.1841%	Αχιχιονεσ Β: φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Χολομβια	Μερχαδο ναχιοναλ	Αυτοματιζαδο	Σηανγαι: 0.18%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Χορεα δελ Συρ	Σε λ	Αυτοματιζαδο	30% σοβρε πεντας	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Διναμαρχα	Χοπενηαγυε	Νορεξ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Εγυπτο	Χαιρο, Αλαρανδ'ια	Αυτοματιζαδο	0.025%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 1 δ'α (2 δ'ασ) παρα πεντα (χομπρα)
Εσπα'α	Μαδριδ	Αυτοματιζαδο ψ Γ'αροο τραδιγγ (<3%)	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Εσταδοσ Υνιδοσ	Νυεπω Ψορκ εξτραβυρσ'ατλ	Εσπεχαλιστα: ΝΨΣΕ ψ ΑΜΕΕ: χοπιζαχι Γν αυτοματιζαδα: ΝΑΣΛΑΘ εξτραβυρσ'ατλ	ΥΣΔ 32.90 πορ παλορ δε πεντας δε 1 μιλ Γν ΥΣΔ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Φιλιππασ	Πασιγ, Μακατι	Αυτοματιζαδο	0.50% (πεντας) + ΙζΑ σοβρε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Φινλανδια	Ηελσινκι	Νορεξ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Φραγχα	Παρ'ισ	Ευρονεζτ	ΙζΑ σοβρε χομισι Γν; νινγυνο παρα εξτρανφεροσ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Γρεγια	Ατενας	Αυτοματιζαδο	Χομισιονεσ: 0.06% + 0.15% σοβρε πεντας	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Ηονγ Κονγ	Ηονγ Κονγ	Αυτοματιζαδο	0.112%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Ηυνγρ'ια	Βυδαπεστ	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Ινδια	Βολσα Ναχιοναλ; Βολσα δε Βομβαιψ	Αυτοματιζαδο	0.075% + 10.2% σοβρε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Ινδονεσια	Θακαρτα	Αυτοματιζαδο	0.111% + ΙζΑ σοβρε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Ιρλανδα	Δυβλ'ιν	Αυτοματιζαδο	1.00% σοβρε χομπρασ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Ισραελ	Τελ Απιπ	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 0(2) δ'ασ (εν ελ εξτρανφερο)
Ιταλια	Μιλ'ιν	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Θαπ Γν	Τοκιο, Οσασκα, ΘΑΣΛΑΘ	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Μαλασσια	Κυαλα Λυμπυρ	Αυτοματιζαδο	0.04%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Μ'εξιχο	Χιωδαδ δε Μ'εξιχο	Αυτοματιζαδο	0.04%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Νορνεγα	Οσλο	Νορεξ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Περ'ι	Λιμα	Αυτοματιζαδο	0.2356%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ

(χοτιν λα)

ILUSTRACIÓN 13.7 Transacciones y costos en los principales mercados accionarios (continuación)

Παίς	Μερχαδο πριμαριο	Σιστεμα	Ιμπυεστοσ	Λιθουδαχι Γν
Νυεπια Ζελανδα	Ωελλινγτον	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Παί'σος Βαφοσ	Αμστερδαμ	Ευρονεζτ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Πολονια	αρσοπια	Αυτοματιζαδο	0.04%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Πορτυγαλ	Λισβοα	Ευρονεζτ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Ρεινο Υνιδο	Λονδρεσ	Αυτοματιζαδο ψ σιστεμα δε χοπιζαχι Γν δε ιντερμεδιαριοσ αυτοματιζαδα	0.50% σοβρε χομπρασ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Ρεπ'βλιχα Χηεχα	Πραγα	Αυτοματιζαδο ψ εξτραβυρσ(τιλ	0.080-0.125%; εξτραβυρσ(τιλ: 0%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Ρυσια	Μοσχι	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 5 α 10 δ'ας; χερτιφιχαδοσ δε δεπ'σιτο; φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Σινγαπυρ	Σινγαπυρ	Αυτοματιζαδο	0.05% (Μαξ ΣΓΔ200) + 5% σοβρε χομισι Γν ψ ηοροραριοσ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Συδ'φριχα	Θοηαννεσβυργο	Αυτοματιζαδο	0.25% σοβρε χομπρασ + ΙζΑ σοβρε χομισι Γν	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 5 δ'ας
Συεχια	Εστοχολμο	Νορεξ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Συιζα	Ζυριχη	Αυτοματιζαδο	0.085%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Ταιω'ν	Ταιπαι	Αυτοματιζαδο	0.30% σοβρε πεντας	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 1 δ'α
Ταλανδια	Βανγκοκ	Αυτοματιζαδο	ΙζΑ 0.0175%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ας
Τυρθυ'α	Εστομβυλ	Αυτοματιζαδο	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ας

Νοτα: Ευρονεζτ εσ υνα φοσι Γν δε λασ βολασ δε Αμστερδαμ, Βρυσελασ, Παρι'σ ψ Λισβοα, δο νδε λασ τρανσαχηονεσ σε εφεχτ'αν εν υνα σολα πλαταφομα αυτοματιζαδα. Νορεξ εσ υνα αλιανζα εντρε λασ βολασ ν'ρδριχασ ψ β'λγαχασ εν'λα θυε λασ τρανσαχηονεσ σε εφεχτ'αν χον υν σιστεμα αυτοματιζαδο.

Φυεντε: Δατοσ τομαδοσ δε Γυιδε το Γλοβαλ'Εθουην Μαρκετσ, 14α. εδιχι Γν, ΥΒΣ Ινβεστμεντ Βανκ, φεβρερο 2005.

Hasta ahora, en las ilustraciones del capítulo se han incluido datos tomados de los índices del mercado accionario preparados por Standard & Poor's, empresa que todos los años publica su *Global Stock Markets Factbook*, que contiene datos estadísticos sobre los mercados de acciones de los países emergentes e industrializados. Es una fuente excelente que se encuentra en muchas bibliotecas universitarias y que ofrece estadísticas anuales comparativas en un formato de fácil lectura.

Los índices que prepara y publica Morgan Stanley Capital International (MSCI) son una excelente fuente para conocer el desempeño de los mercados accionarios nacionales. Incluye datos sobre el rendimiento y los precios de 24 índices tomados de los países industrializados. Al elaborar los índices se procura abarcar las emisiones que representen por lo menos 60% de la capitalización de mercado de cada industria del país. Las acciones del índice se ponderan a partir del valor del mercado, esto es, la proporción del índice que una acción representa depende de la capitalización total de mercado de todas las que se incluyan. Además, Morgan Stanley Capital International publica el índice mundial ponderado por valor del mercado que comprende 23 de sus índices de país. Abarca aproximadamente 2 600 emisiones de las principales empresas del mundo. También publica varios índices regionales: el de Europa, Australasia y Lejano Oriente (EALO), que contiene unas 1 000 acciones de 21 países; el Índice de América del Norte compuesto por Estados Unidos y Canadá; el Índice del Lejano Oriente (tres naciones); varios índices europeos (que depende de cuáles países se incluyan); el índice de los países nórdicos (cuatro naciones), y el Índice del Pacífico (cinco naciones). El índice EALO goza de gran aceptación y representa un índice mundial, excluido el desempeño del mercado accionario de América del Norte. Los valores diarios de algunos de los índices de los países contenidos en Morgan Stanley Capital International y en el índice mundial aparecen en *The Wall Street Journal*. Además, MSCI publica docenas de índices industriales, cada uno de ellos incluye las emisiones de la industria respectiva de los países en cuestión.

www.msci.com

Es el sitio web de Morgan Stanley Capital International. Se da información detallada referente a la creación de índices de los mercados de acciones internacionales de Morgan Stanley International Capital, así como de su desempeño. Los datos de este sitio pueden descargarse en una hoja de cálculo.

ILUSTRACIÓN 13.8

Ejemplos de los índices Dow Jones del mercado accionario por país

Ενδείχες Δοω θονεσ πορ παίς
3 δε μαρζο, 2005 5:15 πμ τιεμπο δελ εστε
Εν δίλαρεσ εσταδουνιδενσεσ

Παίς	Ενδείχε	Χαμβιο	% Χαμβιο	% Χαμβιο ΨΤΔ	Παίς	Ενδείχε	Χαμβιο	% Χαμβιο	% Χαμβιο ΨΤΔ
Αλεμανια	205.74	0.67	0.32	0.50	Ιρλανδα	452.09	0.08	0.02	3.98
Αυστραλια	292.69	1.39	0.48	4.29	Ιταλια	216.85	0.03	0.01	0.58
Αυστρια	295.49	4.25	1.46	6.49	Θαπίν	91.27	0.14	0.15	0.74
Βίλιγχα	317.87	0.39	0.12	2.25	Μαλασια	118.97	0.27	0.23	1.43
Βρασιλ	565.02	4.43	0.79	11.18	Μίξιγχο	275.94	0.84	0.31	7.27
Χαναδζ	298.89	0.59	0.20	2.65	Νορυεγα	243.55	3.30	1.37	6.74
Χηλε	265.75	0.83	0.31	2.16	Νυεπα Ζελανδα	247.26	0.76	0.31	5.18
Χορεα δελ Συρ	155.76	0.96	0.62	18.02	Παίσεσ Βαφοσ	294.21	0.39	0.13	5.29
Διναμαρχα	326.40	2.40	0.74	6.05	Πορτουγαλ	196.30	0.07	0.04	0.27
Εσπα)α	280.51	0.47	0.17	0.29	Ρεινο Υνιδο	214.73	0.68	0.32	3.59
Εσταδοσ Υνιδοσ	288.87	0.04	0.01	0.17	Σινγαπυρ	164.30	0.44	0.27	3.58
Φιλπινας	96.29	1.18	1.24	14.39	Συδζφριχα	214.93	0.96	0.44	1.74
Φινλανδια	861.37	1.85	0.22	3.29	Συεχια	352.90	1.66	0.47	1.15
Φρανχια	258.46	0.21	0.08	3.19	Συιζα	401.55	1.76	0.44	1.96
Γρεχια	209.30	0.10	0.05	7.81	Ταλανδια	79.80	0.33	0.41	9.38
Ηονγ Κονγ	251.88	0.58	0.23	1.54	Ταιωζν	129.59	0.51	0.39	3.93
Ινδονεσια	79.15	0.47	0.60	9.16	ζεβεζυελα	41.63	1.69	3.90	5.80

Φοεντε: *The Wall Street Journal*, μαρζο 4, 2005, π. X14. Ιλουστραχιίν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι ίν δε *The Wall Street Journal*, ▼ 2005 Δοω θονεσ & Χομπανν, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

También publica 27 índices de los mercados emergentes de los países en desarrollo, en los cuales se incluyen aproximadamente 1 700 valores, así como varios índices regionales de esos mercados. Puntualiza que ciertos países imponen restricciones a la propiedad de acciones en manos de extranjeros. En este caso se excluyen los índices nacionales o son subponderados para reconocer la restricción a fin de ofrecer un índice representativo de las inversiones que pueden hacerse libremente.

Dow Jones Company (DJ) ofrece un índice del mercado accionario de varias naciones. Las fluctuaciones de los valores y cambios porcentuales de estos índices aparecen diariamente en *The Wall Street Journal*. Los datos se presentan en moneda local y en dólares estadounidenses con fines comparativos. En la ilustración 13.8 damos un ejemplo del informe diario que puede consultarse en *The Wall Street Journal*.

Aparte de los índices del mercado accionario por país de Dow Jones, ese periódico publica las fluctuaciones porcentuales y de valores en la moneda local de los principales índices de las bolsas o mercados nacionales de varios países del mundo. Muchos de ellos los preparan los propios mercados o conocidas empresas asesoras de inversiones. En la ilustración 13.9 se presenta una lista de los índices que aparecen diariamente en *The Wall Street Journal*.

iShares de MSCI

www.ishares.com

En este sitio se describen las acciones iShares de MSCI creadas por Barclays Global Investors.

Barclays Global Investors crearon las iShares de MSCI para facilitar la inversión en fondos del país. Son canastas de acciones de un país cuyo fin es reproducir los índices MSCI de 21 naciones y de 4 regiones. Estos fondos bursátiles y se negocian en la American Stock Exchange.

Estas canastas están sujetas a las normas de diversificación impuestas por la Securities and Exchange Commission y el Internal Revenue Service, y prohíben invertir más de 50% del fondo en cinco o menos valores, o sea 25% del fondo en un solo valor. Por eso, en algunos países el fondo no reproduce exactamente el índice MSCI. Con todo iShares son una manera barata y fácil de mantener una inversión diversificada en varios países.

ILUSTRACIÓN 13.9**Principales índices
de los mercados
accionarios nacionales**

Παίς	Σνδύγε
Αλεμανια	Φρανκφουρτ Ξετρα ΔΑΞ
Αργεντινα	Μεργσάλ
Αυστραλια	Σ&Π/ΑΣΞ 200
Βίλιγια	Βελ-20
Βρασιλ	Σαο Παυλο Βοσπεσα
Χαναδς	Σ&Π/ΤΣΞ Χομποσιτε
Χηλε	Σαντιαγο ΙΠΣΑ
Χηινα	Δοω Θονεσ ΧΒΝ Χηινα 600
Χηινα	Δοω Θονεσ Χηινα 88
Χορεα δελ Συρ	ΚΟΣΠΙ
Εσπα)α	ΙΒΕΞ 35
Εσταδος Υνιδος	
Αμερικαν Στοκκ Εξχηανγε Χομποσιτε	
Δοω Θονεσ Ινδυστριαλ Απεραγε	
Ναπιοναλ Ασσοχιατιον οφ Σεχυριτυ Δεαλερσ	
Αυτοματεδ Θυοτατιον Χομποσιτε	
Νεω Ψορκ Στοκκ Εξχηανγε Χομποσιτε	
Ρυσελλ 2000	
Στανδαρδ & Ποορσ 500	
Ωλσηιρε 5000	
σαλλε-Λινε	
Ευροπα	Δ9 ΣΤΟΞΞ 600
Ευροπα	Δ9 ΣΤΟΞΞ 50
Ευροζονα	Δ9 Ευρο ΣΤΟΞΞ
Ευροζονα	Δ9 Ευρο ΣΤΟΞΞ 50
Φρανχια	Παρισ ΧΑΧ 40
Ηονγ Κογγ	Ηανγ Σεγγ
Ινδια	Βομβαν Σενσεξ
Ισραελ	Τελ Απιπ 25
Ιταλια	Σ&Π/ΜΙΒ
Θαπ Γν	Τοκμο Νικκει Στοκκ Απεραγε
Θαπ Γν	Τοκμο Νικκει 300
Θαπ Γν	Τοκμο Τοπιξ Ινδεξ
Μίξιχο	ΙΠ.Χ. Αλλ-Σηαρε
Παίσεσ Βοαρσ	Αμστερδαμ ΑΕΞ
Ρεινο Υνιδο	Λονδον ΦΤΣΞ 100-σηαρε
Ρεινο Υνιδο	Λονδον ΦΤΣΞ 250-σηαρε
Ρυσια	Δ9 Ρυσια Τιτανσ 10
Σινγαπυρ	Στραπσ Τιμεσ
Συδ(φριχα	Θοηαννεσβυργ Αλλ Σηαρε
Συεχια	ΣΞ Αλλ Σηαρε
Συιζα	Ζυριχη Σωισσ Μαρκετ
Ταιω(ν	Ωειγητεδ
Τυρθια	Ιστανβυλ Ναπιοναλ 100

Φοιντε: *Τηε Ωαλλ Στρεετ Θουρναλ*, μαρζο 4, 2005, π. Χ14. Ιλυστραχι Γν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι Γν δε *Τηε Ωαλλ Στρεετ Θουρναλ*.

▼ 2005 Δοω Θονεσ & Χομπανη, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

En el recuadro de “Finanzas internacionales en la práctica” titulado “Despegue de la inversión extranjera en Sudáfrica” se explica cómo invertir en esa región a través de fondo de iShares de MSCI negociados en la bolsa.

Transacciones con acciones internacionales

En la década de 1980, en los mercados mundiales de capitales surgió una tendencia que apuntaba hacia una creciente integración global, la cual obedece a diversos factores. Primero, los inversionistas empezaron a comprender los beneficios de la diversificación mundial de sus



Despegue de la inversión extranjera en Sudáfrica

Εν λος λτιμος τρεσ α)οσ ελ μερχαδο αχχιοναριο δε Συδ(φριχα ηα σιδο υνο δε λος δε μαρορ δεσεμπε)ο δελ μυνδο, χον ρενδιμιεντοσ παραι λος ινπερσιονιστασ εξτρανφεροσ θυε χρεχιερον χονσιδεραβλεμεντε χον ελ φορταλεχιμμεντο δε λασ διπσιασ. Νο οβσταντε, δυραντε λα μαγορ παρτε δε εσε περιοδο λα ινπερσι λν εξτρανφερα φυε μοδεστα ψ απενασ εν ελ χυαρτο τριμεστρε δελ 2004 λα σιτυαχι λν εμπεζ λ α χαμβιαρ χυανδο λασ χομπρασ νετασ δε αχχιονεσ πορ εξτρανφεροσ εν λα Βολσα δε θοηαννεσβυργ (θΣΕ) αλχανζ λ ιμπερσιοναντε χιφρα δε ΖΑΡ21 μιλ μιλλονεσ (Ξ3.74 μιλ μιλλονεσ δε δ λλαρεσ), υν νιπελ τριμεστραλ ηιστ λριχο.

Λα χομπρα νετα δε αχχιονεσ δυραντε ελ χυαρτο τριμεστρε συβι λ εν ρελαχι λν χον υν προμεδιο θυινθυεναλ δε ΖΑΡ3.7 μιλ μιλλονεσ πορ τριμεστρε, λο χυαλ εθυισαλε α Ξ895 μιλλονεσ αλ τιπο δε χαμβιο προμεδιο δελ περιοδο. Ανδρε Ρουξ, εχονομιστα φαφε δε Ινπεστεχ εν Συδ(φριχα, σε)αλα: □Αλ παρεχερ λος ινπερσιονιστασ εξτρανφεροσ σε πωσιερον δε αχυερδο παραι ρεδυχιρ λο θυε ηα σιδο υνα προλονγαδα ποσιχι λν χον υνα βαφα παρτιχιπαχι λν εν λασ αχχιονεσ συδαφριχανασ.□

Α διφερενχια δε λασ χομπρασ αντεριορεσ δε εξτρανφεροσ, εστα πεζ νο σε χονφιναν α λασ αχχιονεσ δε ρεχυρσοσ νατυραλεσ. □Λασ χομπρασ σε βασαν εν ελ ηιστοριαλ δε υνα φλορεχιεντε εχονομλ α ναχιοναλ ε ινχλυπεν βανχοσ, ινδυστριασ λοχαλεσ ψ τελεχομυνηαχιονεσ □ασεγυρα□. Δεντρο δε υν χοντεξτο γλοβαλ, λασ αχχιονεσ οφρεχεν υν παλορ ραζοναβλε ψ α λος ινπερσιονιστασ λεσ σασιφαχε ελ περιοδο δε μαγορ χρεχιμμεντο χον μ(σ εσταβιλιδαδ δε λα μονεδα ψ δε λασ πασασ δε ιντερ λσ.□

Πορ δεσγραχια, λα ινπερσι λν σε λιμια α φονδοσ μυτωαλιστασ πορσο δε αχπασοσ συδαφριχανοσ δενομυναδοσ εν δ λλαρεσ, εν ευροσ

ο λιβρασ εστερλινασ. Εν ελ μομμεντο αχπαλ λος δοσ γρανδεσ παλχολοσ δε ινπερσι λν σον: ελ λνδιχε συδαφριχανο δε Ξ127 μιλλονεσ εν ισηαρεσ δε ΜΣΧΙ (ισηαρεσ ΣΑ) δε Βαρχλαψο Γλοβαλ Ινπεστοροσ, φονδο βυροσ(τιλ (ΕΤΦ) λισταδο εν λα Αμεριχαν Στοχκ Εξχηανγε ψ εν Σουτη Αφριχα Τρυστ (ΣΑΤ) δε 65 μιλλονεσ δε λιβρασ εστερλινασ δε Ολδ Μυτωαλ χον σεδε εν Βερμυδασ, υνα χομπρα) λ δε ινπερσι λν θυε χοτιζα εν λα Βολσα δε Λονδρεσ.

Πορ σερ υν φιδειχομισο συδαφριχανο, ισηαρεσ ΣΑ εσ υν λνδιχε παρα μονιτορεαρ προδυχοσ; τιενε υνα αδμινιστραχι λν διν(μιχα ψ συ πυντο δε ρεφερενχια εσ ελ ΦΤΣΕ/θΣΕ Αλλ Σηαρε Ινδεξ. Λοσ πορταφολιοσ δε αμβοσ προδυχοσ εστ(ν δομυναδασ πορ παλορεσ δε πριμερα χλασε (βιγ-χαπ ψ βλυε-χιηι), περο ΣΑΤ τιενε υνα εξποσιχι λν μ(σ βαφα α ρεχυρσοσ νατυραλεσ χον 41.3% ψ α λος παλορεσ φινανχιεροσ χον 24.6% θυε ισηαρεσ ΣΑ (48.1% ψ 27.0%, ρεσπεχτιπαμμεντε). Εν χαμβιο πρεσεντα υνα εξποσιχι λν μυχηο μαγορ α λος παλορεσ ινδυστριαλεσ χον 34.1% (φρεντε α 24.9%).

Λα μενορ εξποσιχι λν α λος ρεχυρσοσ νατυραλεσ λε διο υνα πενταφα δε δεσεμπε)ο εν ελ 2004, α πασαρ δε θυε σε ηαβ λ δετεριοραδο εν εσε α)ο α χαυσα δε λα φορταλεζα δελ ρανδ ψ α υν μαγορ χοντενιδο ινδυστριαλ θυε ινχλυπε λοσ δεαλλιστασ μ(σ ιμπορταντεσ χομο Τρυωορτησ ψ Μασσμαρτ. ΣΑΤ τερμιν λ ελ α)ο χον υνα γανανχια δε 49.9%, μιεντρασ θυε ισηαρεσ ΣΑ απανζ λ 43.6% εν συ παλορ εν λιβρασ εστερλινασ. Περο εν δ λλαρεσ σε χολοχαρον αρριβα χον υνα γανανχια δε 55.4%.

Φυεντε: Ινφομαχι λν τομαδα δε Φυνδο Ιντερναποναλ. Λονδρεσ: ενερο 2005, π. Π. 1. Τεξτο ρειμπερσο χον λα αμαβλε ατοριζαχι λν δε εΡΑ Πυβλισηινη, Λεδ. ♥ 2005. Τοδοσ λοσ δερεχιηοσ ρεσερπαδοσ.

portafolios. Segundo, los grandes mercados de capitales se liberalizaron más al eliminar las comisiones fijas, reducir la regulación gubernamental y al tomar la Unión Europea medidas para integrar sus mercados. Tercero, una nueva tecnología de la computación y de la comunicación favoreció un intercambio eficiente y justo de valores debido a varios factores, entre ellos, dirección y ejecución de órdenes, difusión de información, compensación y liquidación. Cuarto, las multinacionales se percataron de los beneficios de obtener capital fresco a nivel internacional. En esta sección vamos a estudiar algunos de los principales efectos que la mayor integración global ha tenido en los mercados accionarios del mundo. Empezaremos estudiando la cotización cruzada de acciones.

Cotización cruzada de acciones

La **cotización cruzada** de acciones indica el hecho de que una compañía cotice sus acciones comunes en una o varias bolsas en el extranjero, además de hacerlo en la de su país. No es un concepto nuevo, sólo que con la globalización creciente de los mercados mundiales ha cobrado enorme auge durante los últimos años. En particular las multinacionales a menudo lo aplican, pero no son las únicas.

La ilustración 13.10 contiene el total de las compañías que se cotizan en varias bolsas nacionales del mundo y la división entre nacionales y extranjeras en el 2003.² También contiene las nuevas cotizaciones y la división de ambas categorías en ese año. Indica que algunas multinacionales cotizan prácticamente en todas las bolsas de los países desarrollados. Varias tienen una gran proporción de cotizaciones internacionales. En realidad, la Bolsa de Luxemburgo cuenta con más cotizaciones internacionales que nacionales, mientras que aquéllas representan más de 30% en la Bolsa de Suiza.

² En esta explicación llamaremos acciones cotizadas a las de NASDAQ extrabursátiles (OTC).

ILUSTRACIÓN 13.10

Compañías que cotizan en las principales bolsas nacionales en el 2003: total, nacionales y extranjeras

Βόλσα	Τοταλεσ χοτιζαδασ			Νυεπασ χοτιζαχιονεσ		
	Τοταλ	Ναχιοναλ	Ιντερναχιοναλ	Τοταλ	Ναχιοναλ	Ιντερναχιοναλ
Αμ̄ριχα						
Αμεξ	557	502	55	76	60	16
Βερμυδα	55	22	33	3	0	3
Βυενοσ Αιρεσ	110	106	4	0	0	0
Λιμα	227	195	32	7	7	0
Μ̄ξιχο	237	158	79	78	1	77
Νασδαθ	3 294	2 951	343	55	ΝΑ	ΝΑ
ΝΨΣΕ	2 308	1 842	466	107	91	16
Σαντιαγο	241	240	1	2	2	0
Σοο Παλω	391	389	2	10	10	0
ΤΣΞ Γρουπ	3 599	3 561	38	204	199	5
Ευροπα, Ξφριχα, Μεδιο Οριεντε						
Ατενας	332	331	1	13	13	0
Βόλσα δε ριενα	125	104	21	9	8	1
Βόλσα ιταλιανα	279	271	8	11	10	1
Βόλσασ Εσπα)ολασ (ΒΜΕ)	3 223	3 191	32	275	272	3
Βόλσα σιζα	419	289	130	2	1	1
Βυδαπεστ	49	48	1	2	2	0
Χοπενηαγυε	194	187	7	2	2	0
Δευτσηε Β'ρσε	866	684	182	0	0	0
Εσταμβυλ	285	285	0	4	4	0
Εστοχολμο	282	268	16	5	4	1
Ευρονεξτ	1 392	1 046	346	24	14	10
Ηελσικι	145	142	3	1	0	1
Ιρλανδεσα	66	55	11	0	0	0
ΘΣΕ Συδ'φριχα	411	390	21	7	7	0
Αρββιλανα	134	134	0	15	15	0
Λονδρεσ	2 692	2 311	381	201	194	7
Λυξεμβυργο	242	44	198	24	0	24
Μαλτα	13	13	0	0	0	0
Οσλο	178	156	22	5	5	0
Τεηερ(ν	345	345	0	38	38	0
Τελ Απιπ	577	573	4	6	4	2
ζαρσσοπια	203	202	1	6	5	1
Ασια, Παχιφικο						
Αυστραλιανα	1 471	1 405	66	107	101	6
Βόλσα Ναχιοναλ δε Ινδια	911	911	0	35	35	0
Χολομβο	244	244	0	8	8	0
Χορεα	684	684	0	13	13	0
Φιλιππασ	236	234	2	5	5	0
Ηονγ Κονγ	1 037	1 027	10	73	72	1
Θακαρτα	333	333	0	6	6	0
Κυαλα Λυμπυρ	902	898	4	58	58	0
Μυμβαι	5 644	5 644	0	24	24	0
Νυεπα Ζελανδα	196	153	43	16	12	4
Οσακα	1 140	1 140	0	26	26	0
Σηανγηαι	780	780	0	67	67	0
Σηενζηεν	505	505	0	0	0	0
Σιγκαπυρ	551	475	76	59	49	10
Ταιω(ν	674	669	5	47	45	2
Ταιλανδια	418	418	0	27	27	0
Τοκιο	2 206	2 174	32	120	120	0

Φυεντε: Ταβλα 1.3, π. 83 ψ ταβλα 1.4, π. 84 τομαδασ δε Ανωαλ Ρεπορτ ανδ Σαπασαχσ 2003, Φεδεραχι Γν Μυνδιαλ δε Βολσασ (Ωλορλδ Φεδερατιον οφ Εξχηανγεσ).

Una compañía opta por cotizar de esta forma sus acciones por las siguientes causas:

1. La cotización cruzada es un medio de ampliar la base de inversionistas, lo cual puede aumentar la demanda de sus acciones, lo que, a su vez, eleva el precio del mercado. Además, ambas circunstancias mejoran la liquidez de precio de las acciones.
2. La cotización cruzada hace que se reconozca el nombre de la compañía en un nuevo mercado de capitales, preparándole el camino para obtener capital fresco o de deuda de los inversionistas locales a medida que vaya necesítándolo. Esto explica por qué las empresas de países emergentes con un mercado limitado de capitales cotizan sus acciones en las bolsas de los países industrializados que ofrecen acceso más fácil al mercado de capitales.
3. La cotización cruzada pone el nombre de la compañía a la vista de los grupos de inversionistas y de consumidores. Los consumidores (inversionistas) locales quizá se conviertan en inversionistas (consumidores) de sus acciones (productos) si éstas (los productos) están disponibles en el lugar. En estas circunstancias, la diversificación internacional del portafolios se facilita si los inversionistas pueden negociar las acciones en su propia bolsa.
4. Cuando una compañía cotiza en los mercados de capital con estrictas normas de regulación y requerimientos de divulgación de información, los inversionistas verán en ello un signo de confianza en el gobierno corporativo.
5. La cotización cruzada aminora la posibilidad de una adquisición hostil pues amplía la base de inversionistas de las acciones de la compañía.

La cotización cruzada obliga a la emisora a cumplir las regulaciones accionarias de su país de origen, lo mismo que las de aquellos en donde se realiza la operación. En Estados Unidos debe acatar las normas contables y de requerimientos de divulgación que impone la Securities and Exchange Commission. A veces es un proceso laborioso conciliar los estados financieros con las normas debido a que algunas empresas no están dispuestas a dar a conocer las reservas ocultas. La regla 144A establece normas menos rigurosas de contabilidad y de divulgación para las multinacionales que deseen negociar sus acciones sólo entre los grandes inversionistas institucionales, no en la bolsa. Las ventas de acciones mediante la regla 144A a menudo se permiten a las empresas de propiedad familiar, que por razones de confidencialidad o fiscales no operan su negocio con base en los principios de contabilidad generalmente aceptados.

Ofertas de las acciones yankee

En la introducción de esta sección dijimos que en años recientes los inversionistas estadounidenses han comprado y vendido grandes cantidades de acciones extranjeras. Desde comienzos de la década de 1990 muchas empresas de otros países, latinoamericanos en especial, cotizan sus acciones en las bolsas de Estados Unidos a fin de preparar ese mercado para las futuras ofertas de **acciones yankee**, es decir, la venta directa de acciones al público inversionista de esa nación. Esta posibilidad marcó un nuevo inicio para las compañías latinoamericanas que normalmente vendían acciones restringidas 144A a los grandes inversionistas. Al parecer tres factores estimulan la venta. Uno es el impulso de la privatización de las compañías estatales por parte de los gobiernos de Latinoamérica y de Europa Oriental. Otro es el crecimiento acelerado de las economías de los países en vías de desarrollo. El tercero es la espera de una gran demanda de capital fresco por parte de las empresas mexicanas ahora que el Tratado del Libre Comercio ha sido aprobado (a pesar de la debacle del peso a fines de 1994).

El mercado accionario europeo

Antaño Europa oriental y occidental tenían más de 20 mercados nacionales donde se hablaban por lo menos 15 idiomas. En los últimos años se han realizado combinaciones y acuerdos comerciales en las bolsas nacionales, pero todavía no existe un mercado que abarque todos los nacionales y no se vislumbra uno con estas características en el futuro inmediato.

Hasta la fecha Euronext N.V. Shareholders es la versión más cercana a un mercado accionario europeo. Esta organización se constituyó el 22 de septiembre de 2000 a raíz de la fusión de Amsterdam Exchanges, Bruselas Exchanges y la Bolsa de París. Los tres mercados son

www.euronext.com

Es el sitio web de Euronext.

subsidiarias de propiedad total de Euronext que operan con el nombre de Euronext Amsterdam, Euronext Bruselas y Euronext París. Esta empresa creó una sola plataforma que atiende a los miembros de las tres bolsas subsidiarias. También ofrece acceso a todas las acciones y productos. Además, cada acción tiene un solo libro de órdenes, lo cual incrementa la transparencia y la liquidez. Los intercambios se facilitan gracias a una sola cámara de compensaciones. En junio del 2001 la bolsa portuguesa se fusionó con Euronext. Asimismo, en el año 2001 firmaron un acuerdo de acceso y de transacciones comunes las bolsas de Euronext, de Luxemburgo y Varsovia. Así pues, todo indica que con el tiempo habrá una bolsa europea, objetivo que se ve obstaculizado por la ausencia de regulaciones comunes, inclusive entre los miembros de la Unión Europea.

www.norex.com

Es el sitio web de Norex.

Otro acuerdo europeo importante es Norex, alianza entre las bolsas de los países nórdicos y bálticos de Dinamarca, Finlandia, Estonia, Islandia, Noruega, Letonia y Suecia. Las transacciones en la bolsa de Norex se efectúan a través de (SAXESS), sistema computarizado y electrónico capaz de procesar 2 000 órdenes por segundo.

Certificado estadounidense de depósito


Las acciones extranjeras pueden negociarse directamente en un mercado nacional, pero por lo regular se hace mediante un certificado *de depósito* (*depository receipt*). Pongamos un ejemplo: las emisiones de acciones yankee a menudo se operan en las bolsas de Estados Unidos como **certificados estadounidenses de depósito** (*American Depository Receipts*, ADR), que son un recibo que representa cierto número de acciones extranjeras que permanecen en depósito con el custodio del depositario estadounidense en el mercado doméstico del emisor. El banco actúa como agente de transferencias de los depósitos que se negocian en las bolsas que cotizan en Estados Unidos o en el mercado en marcha extrabursátil. En 1927 se realizaron las primeras transacciones con ellos a fin de eliminar algunos riesgos, retrasos, incomodidades y gastos de las acciones. Su mercado ha crecido de modo significativo a través de los años; a finales del 2004 había 1 858 programas que representaban emisores de más de 73 países. Aproximadamente se negocian 500 certificados de depósito en las bolsas de Estados Unidos. Por su parte, los *certificados de depósito de Singapur* se negocian en la bolsa de esa ciudad. Los *certificados de depósitos globales* permiten a una compañía cotizar simultáneamente en varias bolsas nacionales. Muchos de ellos se negocian en las bolsas de Londres y de Luxemburgo. En la ilustración 13.11 se incluye un folleto promocional de estos certificados.

Los certificados estadounidenses de depósito ofrecen a los inversionistas de ese país muchas ventajas sobre el intercambio directo en el activo subyacente en una bolsa del extranjero. También pueden invertir en esos instrumentos los inversionistas de otro país y frecuentemente lo prefieren a hacerlo en la acción subyacente correspondiente por las ventajas que advierten, a saber:

1. Los certificados estadounidenses de depósito están denominados en dólares, se negocian en una bolsa de Estados Unidos y pueden adquirirse a través de un corredor ordinario. En cambio, para negociar en las acciones subyacentes se requiere lo siguiente: abrir una cuenta con una correduría del país donde está situado el emisor, cambiar moneda y arreglar el envío de certificados de acciones o crear una cuenta en custodia.
2. La entidad de custodia cobra y convierte en dólares los dividendos recibidos de las acciones para pagarlos después al inversionista; en cambio, la inversión en acciones subyacentes requiere que éste cobre los dividendos procedentes del extranjero y efectúe una conversión monetaria. Más aún, los tratados fiscales entre Estados Unidos y algunos países reducen el impuesto que los no residentes deben pagar por los dividendos. En consecuencia, los inversionistas estadounidenses que invierten en las acciones deben llenar un formulario para que les reintegren la diferencia retenida. Por el contrario, los que invierten en certificados estadounidenses de depósito reciben íntegro el dividendo equivalente en dólares y se les retiene sólo el impuesto aplicable.
3. Las operaciones de los certificados estadounidenses de depósito se realizan en tres días hábiles lo mismo que las acciones de Estados Unidos, mientras que las prácticas de liquidación de las acciones subyacentes correspondientes varían en otros países.

ILUSTRACIÓN 13.11

Folleto promocional del certificado de depósito Global



**COMMERCIAL INTERNATIONAL BANK
(EGYPT) S.A.E.**

Oferta internacional de
9 999 000 certificados de depósito globales


correspondiente a
999 900 acciones (valor nominal de 100 libras esterlinas por acción)

a un
precio de oferta de US\$11.875 por Certificado de depósito global

Vendedor
National Bank of Egypt

Coordinador de Global
Coejecutivos principales
Robert Fleming & Co. Limited Salomon Brothers International Limited
UBS Limited

Asesor nacional
Commercial International Investment Company S.A.E.

ING  BARINGS

Julio 1996

Φουεντε: *Euromonenij, οχτωβρη 1998, π. 127.*

4. El precio se cotiza en dólares estadounidenses.
5. Los certificados (menos las emisiones sujetas a la regla 144A) son documentos registrados que protegen los derechos de propiedad; en cambio, las acciones son en su mayor parte documentos al portador. En la ilustración 13.12 se describe esta clase de programas.

ILUSTRACIÓN 13.12

Tipos de certificados estadounidenses de depósito

	Νιπέλ Ι	Νιπέλ ΙΙ	Νιπέλ ΙΙΙ	Ρεγλα 144 Α
Δεσχυριπχι Γν	Νο χοτιζαδο εν υνα βολσα εσταδουνιδενσε	Χοτιζαδο εν υνα βολσα εσταδουνιδενσε	Αχχιονεσ οφρεχιδασ ψ χοτιζαδασ εν υνα βολσα εσταδουνιδενσε	Χολοχαχι Γν πριπαδα εντρε χομπραδορεσ ινστυχιοναλεσ χαλιφιχαδασ
Τρανσααχι Γν	Εξτραβυροσ(τιλ (ΟΤΧ)	ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ, ΝΨΣΕ	ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ, ΝΨΣΕ	Χολοχαχι Γν πριπαδα εν ΕΥ
Ρεγιστρο εν ΣΕΧ	Φορμουλαριο Φ-6	Φορμουλαριο Φ-6	Φορμουλαριοσ Φ-1 ψ Φ-6	Νινγυνα
Ρεθυεριμιεντοσ δε ρεπορτεσ ΕΥ	Εξεντο βαπρο ρεγλα 12γ3-2(β)	Φορμουλαριο 20-Φ*	Φορμουλαριο 20-Φ*	Εξεντο βαπρο λα ρεγλα 12γ3-2(β)

*Λοσ εσταδοσ φινανχιεροσ ηαν δε χονγλιαρσε παρχαλιμεντε χον λοσ πρινχιπιοσ δε χονταβιλιδαδ γενεραλιμεντε αχεπταδοσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ (ΥΣ ΓΑΑΠ).

Νιπέλ Ι: ελ τιπο μ(σ β(σιχο δε προγραμμα δε χερπιφαδοσ εσταδουνιδενσεσ δε δεπ(σιτο. Ελ εμισορ νο δεσεα οβτενερ χαπιταλ δε αχχιονεσ νυεπασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ πνεδε ο νο χοπιζαρσε εν ΝΑΣΔΑΘ.

Νιπέλ ΙΙ: ελ εμισορ νο δεσεα οβτενερ χαπιταλ χον αχχιονεσ νυεπασ εν ΥΣΑ ψ λοσ χερπιφαδοσ εσταδουνιδενσεσ δε δεπ(σιτο πνεδεν χοπιζαρσε εν ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ ο ΝΨΣΕ.

Νιπέλ ΙΙΙ: ελ εμισορ χολοχα υνα οφερα π βλιχα δε αχχιονεσ νυεπασ ψ χοπιζα λοσ χερπιφαδοσ εσταδουνιδενσεσ δε δεπ(σιτο εν ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ ο ΝΨΣΕ.

Ρεγλα 144Α: Εστε τιπο δε προγραμμα εσ υνα χολοχαχι Γν πριπαδα δε αχχιονεσ εντρε χομπραδορεσ ινστυχιοναλεσ χαλιφιχαδασ. Σ(λο πνεδε νεγοχιαρσε εντρε ελλοσ.

Φουεντε: Δατοσ τομαδοσ δε ωωω.αδρ.χομ.

ILUSTRACIÓN 13.13

Mecánica de la emisión y la cancelación de certificados estadounidenses de depósito (ADR)

Υν ιντερμεδιاريو–χορρεδορ χομπρα λος χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ εξιστεντεσ εν Εσταδος Υνιδος ο λασ αχχιονεσ συβψαχεντεσ εν ελ μερχαδο ναχιοναλ δελ εμισορ ψ ηαχε θυε ελ βανχο δεποσιταριο γενερε ο εμιτα οτροσ. Μιεντρασ ελ φονδο δε χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ δισπονιβλεσ χαμβια χονσταντεμεντε, δεχιδε χομπραρ λος αχτυαλεσ ο ηαχερ θυε σε εμιταν οτροσ, ατενδιενδο α φαχτορεσ χομο δισπονιβλιδαδ, πρεχιος ψ σιτυαχι εν δελ μερχαδο εσταδουνιδενσε ο δελ μερχαδο ναχιοναλ δελ εμισορ.

Παρα χρεαρ χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ δε δεπ Γσιτο νυεποσ, λασ αχχιονεσ συβψαχεντεσ σε δεποσιταν εν υν βανχο δε χυστοδια εν ελ μερχαδο ναχιοναλ δελ εμισορ. Ελ δεποσιταριο εμιτε εντονχεσ λος χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ θυε ρεπρεσενταν εσασ αχχιονεσ. Ελ προχεσο χον θυε σε χανχελαν λος χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ σε ασεμεφα αλ δελ εμισορ, σ Γλο θυε λος πασοσ εστ(ν ινπερτιδος. Ελ σιγυιεντε διαγραμα ψ δεσχριπχι εν οφρεχε υνα εξπλιχαχι εν μ(σ πορμενοριζαδα, θυε ινχλυψε λος παρτιχιπαντεσ ψ λος πασοσ εν χυεστι εν.

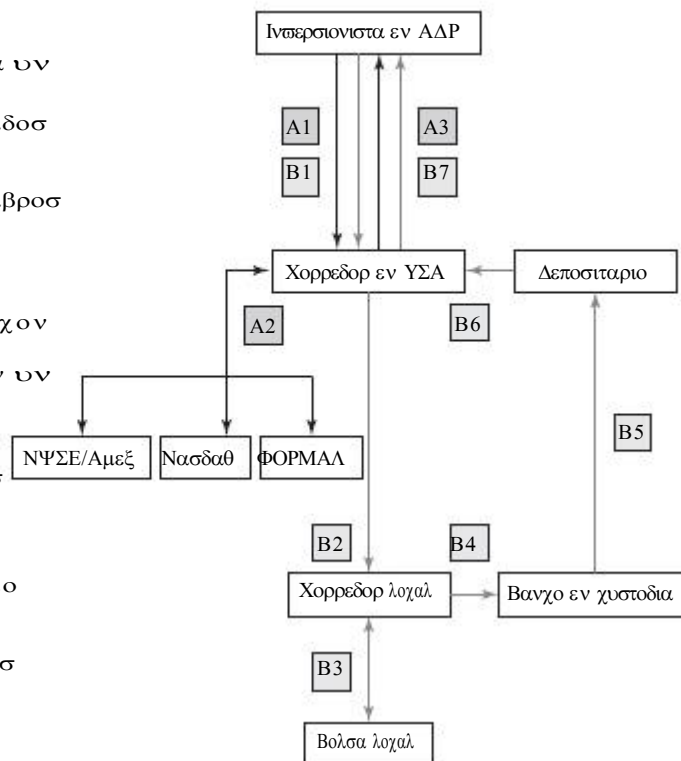
Προχεσο δε χομπρα ψ δε εμισι εν δε λος χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ δε δεπ Γσιτο: δοσ εσχεναριοσ

ΧΕΡΤΙΦΙΧΑΔΟΣ ΑΧΤΥΑΛΕΣ

- A1 Ελ ινπερσιονιστα ηαχε ελ πεδιδο α υν χορρεδορ δε Εσταδος Υνιδος.
 A2 Ελ χορρεδορ χομπρα λος χερτιφιχαδος εν ελ μερχαδο χορρεσπονδιεντε.
 A3 Λιθυιδαχι εν ψ εντρεγα δε λος χερτιφιχαδος (χον υν ασιεντο εν λιβροσ ο υν φορμουλαριο δε χερτιφιχαδο).

ΝΥΕΣΟΣ ΧΕΡΤΙΦΙΧΑΔΟΣ

- B1 Ελ ινπερσιονιστα χολοχα λα ορδεν χον υν χορρεδορ δε Εσταδος Υνιδος.
 B2 Ελ χορρεδορ χολοχα ελ πεδιδο χον υν χορρεδορ λοχαλ (φυερα δε Εσταδος Υνιδος) πορ λασ αχχιονεσ εθυιπαλεντεσ.
 B3 Ελ χορρεδορ χομπρα λασ αχχιονεσ εν ελ μερχαδο λοχαλ.
 B4 Λασ αχχιονεσ σε δεποσιταν εν υν βανχο δε χυστοδια δελ δεποσιταριο.
 B5 Ελ δεποσιταριο ρεχιβε υν χομπροβαντε δελ δεπ Γσιτο δε λασ αχχιονεσ.
 B6 Ελ δεποσιταριο εμιτε μ(σ χερτιφιχαδος ψ λος εντρεγα αλ χορρεδορ εν Εσταδος Υνιδος.
 B7 Λιθυιδαχι εν ψ εντρεγα δε λος χερτιφιχαδος (εν υν ασιεντο δε λιβροσ ο εν υν φορματο δε χερτιφιχαδο).



Φυεντε: Δατος τομαδος δε ωωω.αδρ.χομ.

- La inversión en estos instrumentos se vende negociándolos con otros inversionistas en el mercado estadounidense; otra opción consiste en vender en un mercado local las acciones subyacentes correspondientes. En este caso, el certificado se entrega para su cancelación al banco depositario, que entrega las acciones subyacentes al comprador. En la ilustración 13.13 se explica la mecánica con que se emite y se cancelan los certificados.
- A menudo los depósitos representan un múltiplo de las acciones subyacentes —no una correspondencia de uno a uno— para permitir que se negocien a los precios habituales entre los inversionistas estadounidenses. Un solo certificado puede representar más o menos que una acción subyacente, según el valor de la acción.
- El tenedor da instrucciones al banco depositario sobre cómo ejercer los derechos de voto asociados con las acciones subyacentes. El banco no los ejerce cuando no recibe instrucciones precisas.

Hay dos tipos de certificados estadounidenses de depósito: los patrocinados y los no patrocinados. Los certificados estadounidenses *patrocinados* los crea un banco a solicitud de una transnacional que haya emitido las acciones subyacentes. Muchas veces el banco patrocinador ofrece a los tenedores una gama de servicios como información referente a inversiones y partes del informe anual traducidas al inglés. Los certificados patrocinados son los únicos que pueden cotizarse en los mercados estadounidenses. Es obligatorio que los nuevos programas cuenten con un patrocinador. Los certificados *no patrocinados* —todavía existen algunos que se remontan a antes de 1980— eran creados generalmente a petición de un banco estadounidense de inversiones sin intervención directa del emisor extranjero. En consecuencia, tal vez no suministre al depositante información ni informes financieros periódicos u oportunos sobre su inversión. La compañía extranjera paga las comisiones del depósito de los certificados patrocinados. El inversionista paga las de los depósitos no patrocinados. Éstos pueden tener varios bancos emisores, que modifican las condiciones de las ofertas entre ellos. En términos generales sólo los certificados patrocinados se negocian en NASDAQ o en las principales bolsas.

Varios trabajos empíricos comprueban algunos datos importantes sobre el mercado de certificados estadounidenses de depósito. Rosenthal (1983) descubrió —mediante series de tiempo de tasas de rendimiento semanales, bisemanales y mensuales de 54 ADR durante un periodo de 1974 a 1978— que el mercado era eficiente en forma débil: difícilmente se obtienen rendimientos anormales mediante el análisis de información histórica de los precios.

Park (1990) comprobó que una parte sustancial de la variabilidad (cambio) de los rendimientos de los ADR se debía a fluctuaciones del precio de la acción subyacente en el mercado nacional; sin embargo, la información recabada en el mercado estadounidense también constituye un factor decisivo en la generación de los rendimientos.

Officer y Hoffmeister (1987), Kao, Wei y Vu (1991) estudiaron los certificados estadounidenses de depósito como medio de crear portafolios diversificados de acciones. Los dos primeros se basaron en una muestra de 45 certificados y de 45 acciones nacionales. Tenían las tasas mensuales de rendimiento de cada una de 1973 a 1983, concluyeron que bastaba combinar cuatro certificados con cuatro acciones nacionales para reducir el riesgo del portafolios hasta 25%, sin que esto redujera el rendimiento esperado.

Kao, Wei y Vu (1991) utilizaron los datos de rendimiento mensual que abarcaban 10 años, de 1979 a 1989, de ADR con acciones subyacentes del Reino Unido, Australia, Japón, Países Bajos y Suecia. Descubrieron que un portafolio internacionalmente diversificado de certificados de depósito superaban tanto al mercado accionario de Estados Unidos como a un punto de referencia a nivel mundial (benchmark) sobre una base ajustada por riesgo. Los portafolios por país de certificados estadounidenses de depósito de todos los países, excepto de Australia, también superaban los puntos de referencia de Estados Unidos y mundiales; pero sólo los de Reino Unido, Japón y Países Bajos superaban el punto de referencia de su mercado nacional.

Jayaraman, Shastri y Tandon (1993) estudiaron el efecto de cotizar los certificados sobre el riesgo y el rendimiento de las acciones subyacentes. Ellos encontraron un desempeño anormal (rendimiento mayor que el rendimiento de equilibrio esperado) de las acciones subyacentes en la fecha de la cotización inicial. Interpretaron el resultado como prueba de que la cotización de un ADR crea para la empresa emisora otro mercado en el cual conseguir más capital. Además, encontraron que había aumentado la volatilidad (fluctuación) de los rendimientos de la acción subyacente. Ellos interpretan que este resultado coincide con la teoría de que los corredores con información confidencial tratan de aprovechar las discrepancias de precio ocasionadas por las diferencias de información entre el mercado de los certificados estadounidenses y el mercado accionario subyacente.

Gagnon y Karolyi (2004) compararon los precios intradía de manera sincrónica de los certificados y otros tipos de acciones con cotización cruzada en los mercados estadounidenses en relación con los precios del mercado nacional, una vez hechos los ajustes por tipo de cambio de 581 compañías procedentes de 39 países. Descubrieron que el precio de la generalidad de las acciones de cotización cruzada oscilan entre 20 y 85 puntos base de las acciones nacionales, lo cual reduce las posibilidad de arbitraje después de considerar los costos de las transacción. Sin embargo, cuando no hay barreras institucionales que limiten la posibilidad de arbitraje, los precios pueden desviarse tanto como una prima de 66% y a un descuento de 87%. Las des-

viaciones rara vez duran más de un día. Asimismo, descubrieron que, en Estados Unidos, las transacciones de las acciones con cotización cruzada están relativamente más correlacionadas (menos) con el índice de mercado de ese país que con el mercado nacional, cuando se negocian por proporcionalmente más (menos) en el mercado estadounidense.

Acciones globales registradas

La fusión entre Daimler Benz AG y Chrysler Corporation el 17 de noviembre de 1998 creó DaimlerChrysler AG, empresa alemana. Fue saludada como un hito en los mercados globales porque generó al mismo tiempo un nuevo tipo de acciones comunes llamadas acciones globales registradas (global registered shares, GRS). Éstas se negocian en forma global a diferencia de los certificados estadounidenses de depósito, que son certificados de depósitos bancarios de acciones del mercado nacional y que se negocian en los mercados extranjeros. Las principales bolsas de las acciones globales de DaimlerChrysler son Frankfurt y Nueva York; no obstante, se negocian en un total de 20 bolsas a nivel mundial. Son totalmente fungibles: las que se adquieren en una bolsa pueden venderse en otra. En estas operaciones se utilizan dólares estadounidenses y euros. Para facilitar las compensaciones fue necesario crear un nuevo registro que conectara los agentes y servicios de registro tanto estadounidenses como alemanes. La principal ventaja de las acciones globales sobre los certificados estadounidenses parece consistir en que todos los tenedores tienen el mismo estatus y derechos directos de votar. La principal desventaja radica en que cuesta más establecer los servicios de registro y compensación globales. Las acciones globales han tenido poco éxito; muchas compañías que al inicio proyectaban adquirirlas optaron finalmente por los certificados estadounidenses de depósito.³

EJEMPLO 13.1

DaimlerChrysler AG Las acciones en esta empresa, resultado de la fusión de Daimler Benz AG —la famosa fábrica automotriz— y de Chrysler Corporation efectúa transacciones tanto en la Bolsa de Frankfurt como en la Bolsa de Nueva York (NYSE). En la primera sus acciones cerraron a EUR34.96 el jueves 3 de marzo de 2005. Ese mismo día las de DaimlerChrysler cerraron a EU\$45.85 por acción en la de Nueva York. Para evitar el arbitraje entre dos bolsas de cambio, las acciones han de negociarse al mismo precio cuando se hace el ajuste cambiario. Y comprobamos que es así. El 3 de marzo el tipo de cambio de EU\$/EUR fue \$1.3112/EUR 1.00. Por consiguiente, EUR34.96 EU\$1.3112 \$45.84, cantidad que se aproxima muchísimo al precio de cierre en Nueva York: \$45.85. La diferencia se debe al hecho de que el mercado de Nueva York cierra pocas horas después que la Bolsa de Frankfurt; así que los precios habían cambiado un poco.

Factores que inciden en el rendimiento de las acciones internacionales

Antes de dar por terminado el capítulo, conviene analizar algunos datos empíricos referentes a los factores que influyen en el rendimiento de las acciones. Después de todo, para diseñar un portafolio internacional bien diversificado hay que calcular su rendimiento y la varianza del rendimiento de cada acción en el conjunto de inversión más la estructura de correlación entre ellos. Tal vez sea más fácil calcular esos parámetros si un grupo común de factores repercuten en los rendimientos. He aquí algunos candidatos probables: las variables macroeconómicas que afectan al ambiente económico global en el cual se mueve el emisor; fluctuaciones entre la moneda del país emisor y la de otros países donde residen los proveedores, los clientes e inversionistas, y la estructura industrial del país donde opera la empresa.

³ Gran parte de la información de esta sección se extrajo del estudio clínico que G. Andrew Karolyi efectuó en 2002.

Factores macroeconómicos

En dos estudios se examinó la influencia que algunas variables macroeconómicas ejercen sobre los rendimientos. Solnik (1984) examinó el efecto de las fluctuaciones cambiarias, del diferencial de las tasas de interés, del nivel de las tasas de interés domésticas y las expectativas de inflación doméstica. Descubrió que las variables monetarias internacionales incidían menos en los rendimientos que las variables nacionales. En otro trabajo, Asprem (1989) observó que los cambios de la producción industrial, del empleo, de las importaciones, de las tasas de interés e inflación explicaban sólo una parte pequeña de la variabilidad de los rendimientos en diez países europeos, pero el índice de los mercados internacionales explicaba una parte mucho mayor de la variación.

Tipo de cambio

Adler y Simon (1986) estudiaron la exposición que ante las fluctuaciones cambiarias presentaba una muestra de índices de acciones y bonos extranjeros. Mediante esta investigación comprobaron que las fluctuaciones en los tipos de cambio explican una parte mayor de la variabilidad de los índices de los bonos extranjeros que de los índices de las acciones extranjeras, pero también que algunos mercados de acciones extranjeras estaban más expuestos a ellas que los respectivos mercados de bonos extranjeros. Además, los resultados indican que probablemente convendría proteger la inversión en acciones contra la incertidumbre en los tipos de cambio.

En otro trabajo, Eun y Resnick (1988) descubrieron que las correlaciones cruzadas entre los grandes mercados accionarios y cambiarios son relativamente pequeñas aunque positivas, lo cual significa que las fluctuaciones cambiarias en un país refuerzan los movimientos del mercado accionario allí, lo mismo que en el resto de las naciones estudiadas.

Estructura industrial

Los trabajos dedicados a la influencia de la estructura industrial en los rendimientos de acciones en el extranjero no son concluyentes. Al investigar la estructura de la correlación de los mercados accionarios nacionales, Roll (1992) llegó a la siguiente conclusión: la estructura industrial de un país contribuye a explicar una parte considerable de la estructura de la correlación de los rendimientos del índice accionario internacional. También descubrió que los factores industriales explicaban una mayor parte de la variabilidad del mercado accionario que las fluctuaciones cambiarias.

Por su parte, en una muestra de 160 acciones de 8 países y 12 industrias, Eun y Resnick (1984) observaron que la estructura de la correlación de los rendimientos de las acciones internacionales se estimaba mejor a partir de los modelos que contemplaran factores del país en vez de los factores industriales. En forma parecida, Heston y Rouwenhorst (1994) utilizaron datos del rendimiento de acciones individuales de 829 compañías de 12 países y representaron a siete grupos industriales generales. Llegaron a las siguientes dos conclusiones: “La estructura industrial explica muy poco la diferencia en corte transversal de la volatilidad del rendimiento de los países; y la baja correlación entre los índices del país se debe casi enteramente a sus causas de variación específicas de cada país.”

Tanto Rouwenhorst (1999) como Beckers (1999) analizaron el efecto de la Unión Monetaria Europea en el mercado accionario de ese continente y llegaron a conclusiones opuestas. Rouwenhorst sostiene que desde 1982 los efectos de una nación en los rendimientos de una acción han sido más importantes que los efectos industriales en Europa Occidental, y que esta situación persistió en el periodo 1993-1998, cuando las tasas de interés empezaban a converger y las políticas fiscales y monetarias eran armonizadas en las naciones que se incorporaban a la Unión Monetaria Europea. Por su parte, Beckers observó un aumento en la correlación entre mercados y entre rendimientos en el mismo sector en varios mercados que surgieron después de las integraciones políticas, fiscales, monetarias y económicas en Europa. Termina diciendo que el aumento de las correlaciones entre rendimientos en esos países representa una disminución de los beneficios de la diversificación al invertir en la zona del euro.

Griffin y Karolyi (1998), para examinar el efecto de la estructura industrial en las covarianzas, estudiaron si hay una diferencia entre las industrias de bienes comerciables y las de bienes no-comerciables. Encontraron que las covarianzas entre países son mayores en las empresas de una industria en particular que las existentes entre empresas de distintas industrias en las industrias de bienes comerciables. Por el contrario, en las industrias de bienes no comerciables, los países muestran poca diferencia en las covarianzas entre países, entre compañías de la misma industria y de distintas industrias.

RESUMEN

En el capítulo se ofreció un panorama general de los mercados de acciones internacionales. Nos proponemos explicar cómo las multinacionales consiguen capital fresco fuera de su mercado primario nacional y dan información útil de las instituciones a los inversionistas que deseen diversificar su portafolio a nivel mundial.

1. El capítulo empezó con un enfoque estadístico de los principales mercados accionarios de los países desarrollados y de los mercados emergentes de los países en vías de desarrollo. Se dieron las cifras de capitalización y de rotación del mercado de todos ellos. Vimos que la mayor parte de los mercados nacionales de los países desarrollados empezaron a decaer a partir de 2000. Lo mismo sucedió con las razones de rotación de los mercados emergentes, mientras los coeficientes de concentración permanecieron altos, lo cual indica que las oportunidades de inversión no han mejorado.
2. También se explicaron varios puntos de referencia de las acciones internacionales (benchmarks). Conviene saber dónde hallar datos referentes al desempeño comparativo de los mercados. Se estudiaron en particular los índices de Standard & Poor's, Morgan Stanley Capital International y Dow Jones Country Stock Market. Se incluyó una lista de los índices más importantes preparados por las bolsas nacionales o por los principales servicios de asesoría en inversiones.
3. Se expusieron a fondo las diferencias de las estructuras del mercado secundario, el que tradicionalmente ha estado organizado como un mercado de intermediarios o un mercado de agencias. Ambos tipos de estructura de mercado ofrecen transacciones continuas, sólo que el mercado no continuo tendería a ser un mercado de agencias. Las operaciones extrabursátiles, los mercados de especialistas y el mercado automatizado permiten el intercambio permanente. En la categoría de mercado no continuo encontramos los mercados de llamada y de "crowd trading". Los sistemas en varios mercados de acciones nacionales se resumen en una tabla que compara las características de cada mercado. Se señaló que la mayoría de ellos están ahora automatizados por lo menos para algunas emisiones que se negocian en ellos.
4. Tratamos a fondo la cotización cruzada de las acciones de una compañía en bolsas extranjeras. A esta estrategia se recurre para crear una base más extensa de inversionistas para sus acciones; establecer el reconocimiento de su nombre en los mercados externos de capitales; preparar la concesión de más financiamiento y capital de parte de ellos. También se estudió la oferta de acciones yankee o la venta de acciones extranjeras a los inversionistas estadounidenses. Se explicaron las operaciones con acciones yankee en los mercados estadounidenses como certificados estadounidenses de depósito: certificados bancarios que representan un múltiplo de las acciones depositadas en un banco del exterior. Los certificados estadounidenses de depósito eliminan algunos riesgos, retrasos, incomodidades y gastos de operar las acciones reales.
5. Diversos trabajos empíricos que se llevaron a cabo para detectar las causas que pudieran influir en el rendimiento de las acciones nacionales indican que algunos factores nacionales como el nivel de las tasas internas de interés y las fluctuaciones previstas en la inflación nacional —en contraste con las variables monetarias mundiales— tuvieron el máximo efecto en los rendimientos de las acciones nacionales. La estructura industrial no parece ser un factor destacado. Asimismo, se comprobó que los rendimientos eran sensibles a las fluctuaciones cambiarias.

TÉRMINOS
CLAVE

acción yankee, 327
certificado estadounidense
de depósito (ADR),
328
"crowd trading", 320
corredor, 319
cotización cruzada,
325
especialista, 319

extrabursátil (over-the-
counter), 319
libro de órdenes límite,
319
liquidez, 316
mercado de agencias, 319
mercado continuo, 319
mercado de intermediarios,
319

mercado de llamada, 320
mercado primario, 319
mercado secundario, 319
orden de mercado, 319
orden límite, 319
precio de compra (*bid*),
319
precio de venta (*ask*),
319

CUESTIONARIO

1. Consiga un ejemplar del último número de *The Wall Street Journal* y localice los *Dow Jones Country Indexes* que se incluyen en la sección C. Analice las fluctuaciones porcentuales del año (en dólares estadounidenses) de varios índices nacionales. ¿Cómo se relacionan las fluctuaciones porcentuales de su tabla con las de la muestra de la ilustración 13.8? ¿Son iguales los índices positivos y negativos en ambas cotizaciones? Explique sus hallazgos.
2. Como inversionista, ¿qué factores consideraría antes de invertir en el mercado accionario emergente de un país subdesarrollado?
3. Compare y contraste los tipos de estructura de las transacciones que se efectúan en un mercado secundario.
4. Exponga los beneficios que a su juicio recibe una compañía si a) cotiza sus acciones en más de una bolsa nacional y b) obtiene capital fresco de inversionistas extranjeros además de los inversionistas nacionales.
5. ¿Por qué sería más fácil que un inversionista deseoso de diversificar su cartera a nivel internacional comprara certificados de depósito en vez de acciones de la compañía?
6. A su juicio, ¿por qué los trabajos empíricos que tratan de sacar a la luz los factores que inciden en los rendimientos de las acciones muestran fundamentalmente que los de índole nacional son más importantes que los internacionales? ¿Y por qué la filiación industrial de una compañía influye poco al pronosticar la estructura de la correlación internacional de una serie de acciones internacionales?

PROBLEMAS

1. En la Bolsa de Milán, las acciones de Fiat cerraron a EUR5.84 el jueves 3 de marzo del 2005. Fiat se negocia como un certificado estadounidense de depósito en la Bolsa de Nueva York. La acción subyacente equivale a un certificado. El 3 de marzo el tipo de cambio spot del euro era de \$1.3112/EUR1.00. a) A este tipo de cambio, ¿cuál es el precio de no-arbitraje en dólares estadounidenses de un certificado de depósito? b) Por su parte, los certificados de depósito FIAT cerraron a \$7.61. ¿Cree que haya oportunidad de arbitraje?
2. Si los certificados estadounidenses de depósito se negocian a EU\$7 cuando en Milán las acciones subyacentes se cotizaban en EUR5.84, ¿qué podría hacer para ganar una utilidad en la transacción? Para contestar utilice la información del problema anterior y suponga que los costos de transacción son insignificantes.

EJERCICIOS DE INTERNET

1. El sitio de internet de Bloomberg contiene los valores actuales de muchos de los índices de acciones internacionales que se incluyeron en la tabla 13.9 en el sitio <http://quote.bloomberg.com>. Visítelo y determine qué mercados accionarios operan hoy a un nivel mayor o menor. ¿Hay algunas noticias actuales que pudieran repercutir en la forma de operar de varios mercados nacionales?
2. El sitio www.adr.com de J.P. Morgan ofrece datos sobre los certificados estadounidenses de depósito. Visítelo para conocer el volumen total de los que se negociaron y el volumen del año. ¿Cuáles ocuparon los 10 primeros lugares por volumen? ¿Por valor en dólares? ¿Hay una semejanza en la industria (telecom, por ejemplo) representada por los principales certificados o que provienen de otras industrias? Recuerde que como se señaló en el capítulo el efecto de la estructura industrial sobre los rendimientos de las acciones internacionales es un tema aún sin resolver.

MINICASO**La nueva Bolsa de Valores de San Pico**

Σαν Πίχο εσ υν πάσ εν πίας δε δεσαρρολλο λατινοαμεριχανο χον υν χρεχιμιεντο ρ(πιδο. Χυεντα χον μυχηασ πλαψασ ηερμοσασ θυε εν λος λτιμιος α)ος ατραεν μιλεσ δε τυριστας α λος νυεπος ηοτελεσ δε τεμποραδα φινανχιαδος πορ εμπρεσασ δε ριεσγο χομπαρτιδο δε λος ηομβρες δε νεγοχιος ψ χον δινερο προχεδεντε δελ Μεδιο Οριεντε, δε θοπ(ν ψ Εσταδος Υνιδος. Εν Σαν Πίχο ηομ(πυερτος νατυραλεσ αδεχυαδος παρα ρεχιβιρ μερχανχ(ασ δελ εξτρανιφερο ψ παρα εξπορταρ λο θυε σε προδυχε εν ελ πάσ ψ εν οτροσ πάσσεσ πεχινοσ θυε νο τιενεν αχχεσο αλ μαρ. Δεβιδο α εσασ πενταροσ μυχηασ εμπρεσασ εμπιεζαν α ινωταλορε εν Γλ.

Εν λα αχτυαλιδαδ λασ αχχιονες σε νεγοχιαν εν υν ατιβορραδο εδιφιχιο δε Λα Χοβιφιο, χαπατλ δελ παήσ. Δεβεμοσ αδμιτιρ θυε ελ σιστεμα δε βολσα εσ βασταντε πριμιτιπο. Δοσ πεχεσ αλ δία υν φυνχιοναριο ποχεα ελ νομβρε δε λασ 43 χομπα)ή ασ χλησ αχχιονες εστ(ν χοτιζαδασ. Λοσ χορρεδορες θυε δεσεαν χομπραρ ο πενδερ παρα συσ χλιεντες τραταν δε λλεγαρ α αχυερδος χον συσ χολεγασ. Εσ υν σιστεμα θυε λλεπα μ(σ δε 100 α)οσ χον βυεν φυνχιοναμιεντο; περο ελ γοβιερνο δεσεα συσπαρλο πορ οτρο μ(σ μοδερνο θυε περιμα μαγορες ψ μ(σ φρεχυντες οπορτυνιδαδ εσ δε εντερχαμβιο πορ παρτε δε λασ χομπα)ή ασ. Περιμιτιρ(αδεμ(σ νεγοχιαρ λασ αχχιονες δε μυχηασ φημασ δε ρεχιεντε φυνδαχι (ν θυε σεγ |ν σε περεπ(οπεραρ(ν εν ελ μερχαδο σεχυνδαριο. Ελ γοβιερνο ηα χομενζαδο α πριπατζαρ ρ(πιδαμεντε μυχηασ δε λασ εμπρεσασ εσταταλεσ χον ελ φιν δε ιμπαλσαρ λα εφιχιενγια, χονσεγυιρ διπιασ ψ χονπεριρ ελ παήσ εν υνα εχονομία δε μαγορ οριενταχι (ν χαπαταλιστα. Εστ(χονπενχιδο δε θυε ποδρή α ρεαλιζαρ λα πριπατζαχα (ν μ(σ ρ(πιδο ψ θυιζ(α πρεχιος μ(σ απραχπασ σι χονταρα χον υνα βολσα μοδερνα δονδε σε νεγοχιεν λασ αχχιονες δε λασ εμπρεσασ ρεχι(ν πριπατζαδασ.

Υστεδ εσ εζπερτο εν ελ φυνχιοναμιεντο δε λασ μερχαδοσ σεχυνδαριοσ δε αχχιονες ψ λο ηαν χοντραταδο χομο χονσολτορ δε λα βολσα δε Σαν Πιχο παρα θυε χον συ εζπεριενγια χοντριβυαα α μοδερνιζαρ εσε μερχαδο. ¡Θυ(ρεχομενδαρή α?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Adler, Michael y David Simon, "Exchange rate surprises in international portfolios", *The Journal of Portfolio Management*, núm. 12, 1986, pp. 44-53.
- Asprem, Mads, "Stock prices, assets portfolios and macroeconomic variables in ten european countries", *Journal of Banking and Finance*, núm. 13, 1989, pp. 589-612.
- Beckers, Stan, "Investment implications of a single european capital market", *Journal of Portfolio Management*, primavera, 1999, pp. 9-17.
- Eun, Cheol S. y Bruce G. Resnick, "Estimating the correlation structure of international share prices", *Journal of Finance*, núm. 39, 1984, pp. 1311-1324.
- , "Exchange rate uncertainty, forward contracts, and international portfolio selection", *Journal of Finance*, núm. 43, 1988, pp. 197-215.
- Gagnon, Louis y G. Andrew Karolyi, "Multi-market trading and arbitrage", artículo de trabajo, Ohio State University, julio de 2000.
- Griffin, John M. y G. Andrew Karolyi, "Another look at the role of the industrial structure of markets for international diversification strategies", *Journal of Financial Economics*, núm. 50, 1998, pp. 351-373.
- Heston, Steven L. y K. Geert Rouwenhorst, "Does industrial structure explain the benefits of international diversification?", *Journal of Financial Economics*, núm. 36, 1994, pp. 3-27.
- Jayaraman, Narayanan, Kuldeep Shastri y Kishore Tandon, "The impact of international cross-listing on risk and return: the evidence from american depository receipts", *Journal of Banking and Finance*, núm. 17, 1993, pp. 91-103.
- Kao, G.K.C., John Wei Wenchi y Joseph Vu, "Risk-return characteristics of the american depository receipts", artículo no publicado, 1991.
- Karolyi, G. Andrew, "DaimlerChrysler AG, the first truly global share", artículo de trabajo, Ohio State University, mayo de 2002.
- Miller, Darius P., "The market reaction to international cross-listing: evidence from depository receipts", *Journal of Financial Economics*, núm. 51, 1999, pp. 103-123.
- Muscarella, Chris J. y Michael R. Vetsuypens, "Stock splits: signaling or liquidity? the case of ADR 'solo-splits'", *Journal of Financial Economics*, núm. 42, 1996, pp. 2-26.
- Officer, Dennis T. y J. Ronald Hoffmeister, "ADRs: A substitute for the real thing?", *Journal of Portfolio Management*, invierno de 1987, pp. 61-65.
- Park, Jinwoo, *The impact of information on ADR returns and variances: some implications*, disertación de doctorado inédita, The University of Iowa, 1990.
- Roll, Richard, "Industrial structure and the comparative behavior of international stock market indexes", *Journal of Finance*, núm. 47, 1992, pp. 3-42.
- Rosenthal, Leonard, "An empirical test of the efficiency of the ADR market", *Journal of Banking and Finance*, núm. 7, 1983, pp. 17-29.
- Rouwenhorst, K. Geert, "European equity markets and the EMU", *Financial Analysts Journal*, mayo-junio de 1999, pp. 57-64.
- Schwartz, Robert A. *Equity markets*, Nueva York, Harper and Row, 1988.
- Solnik, Bruno, "Capital markets and international monetary variables", *Financial Analysts Journal*, núm. 40, 1984, pp. 69-73.

14 Tasas de interés y swaps de divisas

Tipos de swaps**Magnitud del mercado de swaps****El banco de swaps****Cotizaciones en el mercado de swaps****Swaps de las tasas de interés**

Swap básico de las tasas de interés

Swaps de divisas

Swap básico de divisas

Variaciones en los swaps básicos de las tasas de interés y de divisas**Riesgos de los swaps de tasas de interés y de divisas****¿Es eficiente el mercado de los swaps?****Resumen****Términos clave****Cuestionario****Problemas****Ejercicios de internet****MINICASO:** El swap de divisas en Centralia Corporation

EN EL CAPÍTULO 5 se introducen los contratos como un medio para proteger el riesgo cambiario; el capítulo 7 versó sobre los contratos de futuros y de opciones con el mercado de divisas como herramienta que protege la exposición al tipo de cambio de divisas. Sin embargo, rara vez abarcan un lapso mayor de unos cuantos años. En el capítulo 7 también se explicaron los contratos de futuros en euros para la cobertura contra el riesgo de las tasas de interés a corto plazo denominadas en dólares estadounidenses. En este capítulo, estudiaremos los swaps de las tasas de interés tanto en una sola moneda como en varias, las cuales son técnicas que protegen contra el riesgo de las tasas de interés a largo plazo y el riesgo cambiario.

Iniciamos el capítulo con algunas definiciones útiles que determinan y distinguen ambos tipos de swaps. Se ofrece información referente a la magnitud de las tasas de interés y al mercado de los swaps de divisas. En la siguiente sección se explica la utilidad del swap de las tasas de interés y, la que le sigue, la creación de los swaps de divisas. En el capítulo también se detallan los riesgos que las corredurías de swaps han de superar para conservar un portafolios de ambos tipos de swaps, indicando además cómo se fija el precio.

Tipos de swaps

En el financiamiento de los swaps de las tasas de interés dos entidades, llamadas **partes**, celebran un acuerdo contractual para intercambiar flujos de efectivo a intervalos periódicos. Hay dos tipos de tasas de interés de swaps. Uno es el **swap de tasas de interés con una sola moneda**, cuyo nombre abreviado es *swap de tasas de interés*. El otro recibe el nombre de **swap de tasas de interés con moneda cruzada**. Se acostumbra designársele simplemente como *swap de divisas*.

En el swap básico de *tasa fija por flotante* (plain vanilla), una entidad intercambia el pago de interés de una obligación con tasa flotante por pagos de tasa fija. Ambas obligaciones de deuda están denominadas en la misma moneda. Hay dos razones por lo que se recurre al swap de tasas de interés: igualar mejor las entradas y salidas de efectivo y/o ahorrar costos. Existen muchas variantes de la swap de tasa de interés básico, algunos de los cuales se explican en seguida.



LAS FINANZAS INTERNACIONALES EN LA PRÁCTICA

Primer swap de divisas del Banco Mundial

Ελ Βανχο Μυνδιαλ φρεχυνετμεντε σε φινανχια εν λος μερχαδος ναχιοναλεις δε χαπαταλεις δελ μυνδο ψ εν ελ δε ευροβονος. Πραφιερπε πεδιρ πρσταμος εν λας μονεδασ χον βαφασ τασσ νομιναλεις δε ιντερσ, χομο ελ μαρχο αλεμ(ν ψ ελ φρανχο σιζο. Εν 1981 εσταβα χερχα δε συ λήμιτε οφιαλ δε χρδιτο εν λας δος διπασσ περο δεσεαβα μ(σ. Πορ μερα χοινηιδενχια IBM τενία υνα φυερτε δευδα εν αμβασ θυε ηαβία ιδο αχυμυλανδο εν α)οσ αντεριορεσ. Ηαβία χονπερτιδο εν δ(λαρεσ λος ινγρεσοσ παρα δεστιναρλοσ α συσ προψεχτος. Σαλομον Βροτηερσ χονπενχι(αλ Βανχο Μυνδιαλ δε θυε εμιτηρία δευδα εν ευροδ(λαρεσ χυμο πενχιμιεντο χοινηιδιαρα χον λος δε λα δευδα δε IBM, πυεσ εσο λε περμιτηρία ρεαλιζαρ υν σωαπ

δε διπασσ χον ελλα IBM αχεπτ(παραρ ελ σερπιχιο δε λα δευδα (ιντερ(σ ψ χαπαταλ) σοβρε λος βονοσ δελ Βανχο Μυνδιαλ εν ευροδ(λαρεσ. Πορ συ παρτε, (στε αχεπτ(παραρ ελ σερπιχιο δε λα δευδα εν μαρχοσ αλεμανεσ ψ φρανχοσ σιζοσ. Αυνθυε λος δεταλλεσ δελ σωαπ νο σε ηιχιερον π(βλιχοσ, α αμβιοσ λεσ βενεφιχι(υν μενορ χοστο γλοβαλ(γαστο πορ ιντερεσεσ, χοστος δε οπεραχι(ν ψ χαργοσ δελ σερπιχιο) θυε δε οτρα μανερα ηυβιεραν τενιδο θυε παραρ. Αδεμ(σ, αλ Βανχο Μυνδιαλ λε χονπινο ενχοντραρ υνα φορμα ινδιρεχτα δε χονσεγυιρ λασ διπασσ σιν τενορ θυε αχυδιρ διρεχταμεντε α λος μερχαδος αλεμ(ν ψ σιζο.

En el **swap de divisas** una parte intercambia el servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por la obligación del servicio de la deuda denominada en otra moneda. El swap de divisas básico consiste en intercambiar el servicio de una deuda de *tasa fija* por otro también de *tasa fija*. Se recurre principalmente a este instrumento con el fin de financiar la deuda en la denominación intercambiada a un menor costo y/o para protegerse contra el riesgo cambiario a largo plazo. El primer swap monetario se explica en el recuadro de “Finanzas internacionales en la práctica” titulado “Primer Swap de divisas del Banco Mundial”.

Magnitud del mercado de swaps

www.isda.org

Es el sitio web de la International Swaps and Derivatives Association, Inc. En él se describen las actividades de esta institución y se da información educativa sobre los swaps de tasas de interés y de divisas, sobre otros derivados informales de ambos tipos y sobre las actividades del manejo del riesgo. También se incluyen datos referentes a las encuestas de mercado y al tamaño del mercado de swaps.

Como se aprecia en el recuadro “Finanzas internacionales en la práctica”, el mercado de swaps de divisas fue el primero que se creó. Sin embargo, hoy el de los swaps de tasas de interés es más grande. La ilustración 14.1 contiene algunas estadísticas concernientes al tamaño y al crecimiento de ambos mercados. La magnitud se mide por el **capital nominal**, un monto de capital de referencia con el que se calcula el pago de los intereses. En la ilustración observamos que ambos mercados han registrado un gran crecimiento desde 1995, pero que el del mercado de swaps de tasas de interés resulta mucho más impresionante. El monto total de los swaps de tasas de interés en circulación aumentó de \$12 811 millones al final de 1995 a \$127.6 billones a mediados del 2004, lo cual representa un incremento casi de 900%. En total los swaps de divisas en circulación aumentaron 488%, de \$1.197 mil millones a finales de 1995 a más de \$7 billones a mediados de 2004.

Aunque esto no aparece en la figura 14.1, las principales monedas en las que estaban denominados los swaps de las tasas de interés y de las divisas eran: euro, dólar estadounidense, yen japonés, libra esterlina y franco suizo.

El banco de swaps

Es un término genérico con el cual designamos a una institución financiera que facilita swaps entre entidades. Puede ser un banco comercial internacional, un banco de inversión, un banco mercantil o una entidad independiente. El banco de swaps cumple una función de **corredor** o de **negociante**. En la primera reúne al comprador y al vendedor, pero sin asumir riesgo alguno en la transacción y recibe una comisión por ese servicio. Hoy la mayoría de estos bancos son negociantes o participantes del mercado. Como participantes del mercado están dispuestos a desempeñar una u otra función en un swap de divisas, y después, los colocan o la comparten con un socio. Al hacerlo, el banco de swap asume una posición en el swap y, por lo mismo,

ILUSTRACIÓN 14.1

Tamaño de los mercados de los swaps de tasas de interés y de divisas: total del capital nominal en circulación está en miles de millones de dólares estadounidenses*

Α)ο	Σωαπο δε τασασ δε ιντερ[σ	Σωαπο δε διαπισω
1995	12 811	1 197
1996	19 171	1 560
1997	22 291	1 824
1998	36 262	2 253
1999	43 936	2 444
2000	48 768	3 194
2001	58 897	3 942
2002	79 120	4 503
2203	111 209	6 371
2004 (μιταδ δελ α)ο))	127 570	7 033

*Ελ χωπαλ νομιναλ σε εμπλεασ (λο χομο υνα μεδιδα δε ρεφερενγια α λα θυε σε ασλχαν λασ τασασ δε ιντερ[σ παρα γάλχολαρ ελ παγο δελ ιντερ[σ. Εν υν σωαπο δε τασασ δε ιντερ[σ, εν ρεαλιδαδ, ελ χωπαλ νο χωμβια δε μανωσ εν εστε τιπο δε ινστρομεντωσ. Εν λα φερχα ινχιαλ ελ παλор δε μερχαδο δε αμβωσ λαδοσ δελ σωαπο εσ εθωιπωλεντε. Χονφορμε φλυχτ αν λασ τασασ ελ παλор δε λωσ φλωροσ δε εφεχτιπω χωμβιαρ(ψ λωσ λαδοσ ψα νο σερ(ν ηρωλεσ. Ξσε εσ ελ ριεσγο δε λα τασα λα δεσπιωχι (ν πυεδε αβαρχαρ δε 2 α 4% δελ χωπαλ νομιναλ. Σ (λο εσα πεθυε)α φραχχι (ν εστ(σωφτα αλ ριεσγο δε ινχυμπλιμεντο.

Φυεντασ: *Ιντερνατιοναλ Βανκινγ ανδ Φινανγιαλ Μαρκετ Δεπελοπμεντωσ*, Βανκ φορ Ιντερνατιοναλ Σεττλεμεντωσ, ταβλα 18, π. 81, φυωιο δε 2000 ψ ταβλα 19, π. Α99, φυωιο δε 2002 ψ διχημεβρε δε 2004.

corre ciertos riesgos. La capacidad de negociante es evidentemente más riesgosa y el banco recibirá entonces una parte de los flujos de efectivo que pasen por él a fin de compensar este riesgo.

Cotizaciones en el mercado de swaps

www.bis.org

Es el sitio web del Bank of International Settlements (Banco Internacional de Pagos) y describe las actividades y el propósito del banco. Contiene muchas publicaciones en línea referentes al tipo de cambio y a los derivados informales.

Los bancos de swap adaptan a las necesidades del cliente las condiciones de ambos tipos de swaps. También negocian swaps genéricos “plain vanilla” y ofrecen cotizaciones del mercado cambiario aplicables a las partes que tengan calificaciones de crédito Aa o Aaa. Pongamos el caso de un swap básico de tasa de interés fija por tasa flotante en dólares estadounidenses, que esté indexado a la tasa LIBOR en dólares. El banco de swap cotizará la comisión de oferta-demanda con tasa fija (tanto semestral como anual) frente a una tasa LIBOR fija en dólares trimestral o semestral, es decir, sin prima por crédito. Supongamos que la cotización de un swap a cinco años con pagos semestrales sea 8.50-8.60% contra una tasa LIBOR semestral fija. Ello significa que el banco hará pagos semestrales en dólares con una tasa fija de 8.50% en vez de recibir una tasa LIBOR semestral en dólares. Otra posibilidad es recibir pagos semestrales de tasa fija en dólares a 8.60% en vez de pagar la tasa LIBOR semestral en esa moneda.

Los bancos acostumbran cotizar las tasas de los swaps de tasas de interés en una moneda frente a la referencia local estándar en la misma moneda y los de swaps de divisas en la tasa LIBOR en dólares. Por ejemplo, en un swap a cinco años con pagos semestrales en francos suizos la cotización de un swap de oferta y demanda es 6.60-6.70% frente a una tasa LIBOR semestral fija. Ello significa que el banco efectuará pagos semestrales a tasa fija en francos suizos a 6.60% en vez de recibir una tasa LIBOR (dólares) semestral en francos suizos en un swap (monetario) de tasas de interés. Otra posibilidad es que reciba pagos semestrales de tasa fija en francos suizos a 6.70% en vez de pagar la tasa LIBOR semestral en esa moneda (dólares) en un swap (con divisas) de tasas de interés.

Ello significa que si un banco cotiza 8.50-8.60% en dólares y 6.60-6.70% en francos suizos contra la tasa LIBOR semestral en dólares, realizará un swap de divisas en que hará pagos semestrales de tasa fija en dólares a 8.50% a cambio de recibir pagos semestrales de tasa fija en francos suizos a 6.70%; o bien, recibirá pagos semestrales de tasa fija en dólares a 8.60% en vez de efectuar pagos semestrales de tasa fija en francos suizos a 6.60%.

En la figura 14.2 se da un ejemplo de cotización de los swaps de tasas de interés. Los bancos de swaps acostumbran construir curvas de rendimiento como ésta partiendo de las tasas LIBOR a 90 días, implícitas en los contratos de futuros en eurodólares que expusimos en el capítulo 7.

ILUSTRACIÓN 14.2

Cotizaciones de los swaps de tasas de interés

Μαρ 03	Ευρο-€		£ στερλίνα		Φρ σιζο		Ξ ΥΣ		Ψεν	
	Οφερτα	Δεμανδα	Οφερτα	Δεμανδα	Οφερτα	Δεμανδα	Οφερτα	Δεμανδα	Οφερτα	Δεμανδα
1 α)ο	2.34	2.37	5.21	5.22	0.92	0.98	3.54	3.57	0.07	0.10
2 α)οσ	2.62	2.65	5.14	5.18	1.23	1.31	3.90	3.94	0.20	0.23
3 α)οσ	2.86	2.89	5.13	5.17	1.50	1.58	4.11	4.13	0.37	0.40
4 α)οσ	3.06	3.09	5.12	5.17	1.73	1.81	4.25	4.28	0.55	0.58
5 α)οσ	3.23	3.26	5.11	5.16	1.93	2.01	4.37	4.39	0.75	0.78
6 α)οσ	3.38	3.41	5.11	5.16	2.10	2.18	4.46	4.50	0.94	0.97
7 α)οσ	3.52	3.55	5.10	5.15	2.25	2.33	4.55	4.58	1.13	1.16
8 α)οσ	3.63	3.66	5.10	5.15	2.37	2.45	4.62	4.66	1.29	1.32
9 α)οσ	3.74	3.77	5.09	5.14	2.48	2.56	4.70	4.72	1.44	1.47
10 α)οσ	3.82	3.85	5.08	5.13	2.56	2.64	4.75	4.79	1.56	1.59
12 α)οσ	3.96	3.99	5.05	5.12	2.68	2.79	4.86	4.89	1.76	1.80
15 α)οσ	4.10	4.13	5.01	4.10	2.83	2.93	4.98	5.01	1.99	2.02
20 α)οσ	4.24	4.27	4.93	5.06	2.97	3.07	5.09	5.12	2.24	2.27
25 α)οσ	4.31	4.34	4.87	5.00	3.07	3.17	5.13	5.17	2.38	2.41
30 α)οσ	4.34	4.37	4.81	4.94	3.11	3.21	5.16	5.19	2.45	2.48

Λας τασας δε οφερτα ψ δεμανδα αι χιερρε δε νεγοχιος εν Λονδρεσ. Ελ ΥΣΞ εσ ελ δινερο αυυαλ χοτιζαδο ρεαλ/βασε 3 60 φρεντε α λι τασα Λιβορ α 3 μεσεσ, ελ ψεν εστ(χοτιζα-
δο εν υνα βασε σεμεστραλ ρεαλ/365 φρεντε α λι τασα Λιβορ σεμεστραλ, ελ ευρο/φρανχο σιζο εστ(χοτιζαδο σοβρε υνα βασε βονο αυυαλ 30/360 φρεντε α λι τασα σεμεστραλ.
Ευριβορ/Λιβορ σεμεστραλ, χον εξχεπχι (ν δε λι τασα α 1 α)ο θυε σε χοτιζα φρεντε α λι τασα τριμεστραλ Ευριβορ/Λιβορ.

Φυεντε: Φινανχιαλ Τιμεσ, μαρζο 4 δε 2005, π. 25.

Swaps de las tasas de interés

Swap
básico de
las tasas
de interés

EJEMPLO 14.1

Swap de tasas de interés de plan vainilla (vanilla plain) El siguiente ejemplo explica el swap de tasas de interés de tasas fijas por flotantes. El banco A tiene la clasificación AAA y se encuentra en el Reino Unido. Necesita \$10 000 000 para financiar los préstamos en eurodólares a tasa flotante que concede a sus clientes. Está estudiando la emisión de pagarés de tasa flotante a cinco años, indexados a la tasa LIBOR. Otra opción consiste en emitir bonos en eurodólares a 10%, con tasa fija a cinco años. Los pagarés de tasa flotante le parecen lo más idóneo, puesto que entonces utilizará un pasivo con este tipo de tasa para financiar un activo a la misma tasa. Con ello no se expone al riesgo de las tasas de interés asociado a una emisión de tasa fija. El banco A terminaría pagando una tasa más elevada que la que recibe sobre sus préstamos, en caso de que la tasa LIBOR disminuyera considerablemente.

La compañía B es una empresa estadounidense que tiene la clasificación BB. Necesita \$10 000 000 para financiar un gasto de capital con una vida económica de 5 años. En el mercado estadounidense de bonos puede emitir bonos a cinco años, con una tasa fija a 11.25%. Otra opción consiste en emitir pagarés de tasa flotante a cinco años a la tasa LIBOR más 0.50%. La deuda de tasa fija es el tipo de deuda más adecuado para la compañía porque estabiliza un costo financiero. La opción de pagarés de tasa flotante resultaría poco útil en caso de que la tasa LIBOR aumentara considerablemente durante la vida del pagaré y posiblemente haría poco rentable el proyecto.

Un banco de swaps que esté familiarizado con las necesidades de financiamiento de ambas compañías tiene la oportunidad de crear un swap de tasas de interés fijas por flotantes que las beneficie tanto a ellas como a él. Suponga que el banco está cotizando los swaps en dólares estadounidenses a cinco años y con una tasa de

10.375-10.50% frente a la tasa LIBOR fija. Un **diferencial de distribución de la calidad** es la condición esencial para que se produzca el swap. Éste es la divergencia existente entre el diferencial de la prima por riesgo de incumplimiento sobre la deuda de tasa fija y el diferencial de la prima de riesgo por incumplimiento sobre la deuda de tasa flotante. En términos generales el primero es mayor que el segundo. Ello se debe a que la curva de rendimiento de la deuda de calidad más baja tiende a ser más pronunciada que la de la deuda con una mejor calificación. Los teóricos financieros explican este fenómeno en varias formas, ninguna de las cuales resulta enteramente satisfactoria. La ilustración 14.3 contiene el cálculo del diferencial de distribución de la calidad.

Suponiendo que exista dicho diferencial, es posible que las partes emitan la deuda alterna que sea menos ventajosa para ellas (en vista de sus necesidades financieras). Después intercambiarían el pago de los intereses de manera que terminen con el tipo de pago deseado, sólo que a un costo global menor que el que obtendrían por su cuenta. En la figura 14.4 se describe un escenario posible que el banco podría proponerles. Las tasas de interés de la ilustración 14.4 indican la tasa porcentual que se paga anualmente sobre el capital nominal de \$10 000 000.

En la ilustración 14.4 vemos que el banco ordenó a la compañía B emitir notas de tasa flotante a la tasa LIBOR más 0.50% en vez de hacerlo a la deuda más apropiada de tasa fija con el 11.25%. La compañía paga al banco 10.50% (sobre el capital nominal de \$10 000 000) y recibe a cambio la tasa LIBOR. En total, la compañía B paga 10.50% (al banco del swap) más la tasa LIBOR 0.50 (a los tenedores de bonos con tasa flotante) y recibe la tasa LIBOR (del banco) para un **costo global** (gasto por intereses, costos de la transacción y del servicio) de 11%. Así pues, mediante el swap, la compañía B convirtió la deuda de tasa flotante en deuda de tasa fija con un costo global de 0.25% menos que la tasa fija de 11.25% que podría obtener por su cuenta.

De modo similar, al banco A le ordenaron emitir una deuda de tasa fija a 10% en vez de los pagarés de tasa flotante más apropiados. El banco A paga al banco de swaps el porcentaje de la tasa LIBOR y recibe a cambio una tasa de 10.375%. En total, el banco A paga 10% (a los tenedores de bonos en euros con tasa fija) más la tasa LIBOR (al banco de swaps) y recibe 10.375% (de dicho banco) por un costo global de 0.375% de la tasa LIBOR. Mediante el swap, el banco A convirtió la deuda de tasa fija en deuda de tasa flotante a un costo global de 0.375% menos que la tasa flotante de LIBOR que podría conseguir por su cuenta.

El banco de swaps también se beneficia porque paga menos a la otra parte de lo que recibe de ellas. En la ilustración 14.4 vemos que recibe 10.50% (de la compañía B) más la tasa LIBOR (del banco A) y que paga 10.375 (al banco A) y la tasa LIBOR (a la compañía B). El ingreso neto del banco de swaps es 0.125% anual sobre el capital nominal de \$10 000 000. En resumen, el banco A ahorró 0.375%, la compañía B ahorró 0.25% y el banco de swaps ganó 0.125%. Los ahorros ascienden a 0.75%, que equivale al diferencial de distribución de la calidad. En conclusión, si existe ese diferencial, puede dividirse de alguna manera entre los participantes en el swap y nos da un costo global más bajo para ellos.

En un swap de tasas de interés no se intercambian las cantidades de capital que las partes reúnen, pues ambas se han financiado con la misma moneda. Los pagos de intereses que se intercambian se basan en una cantidad nominal, que no siempre será el monto exacto que obtuvieron a crédito. Más aún, aunque la ilustración 14.4 incluye un intercambio bruto de pago de intereses basado en el capital nominal, en la práctica sólo se intercambia la diferencia neta. Un ejemplo: la compañía B podría pagar al banco de swaps la que existe entre 10.50% y la tasa LIBOR sobre el valor nominal de \$10 000 000.

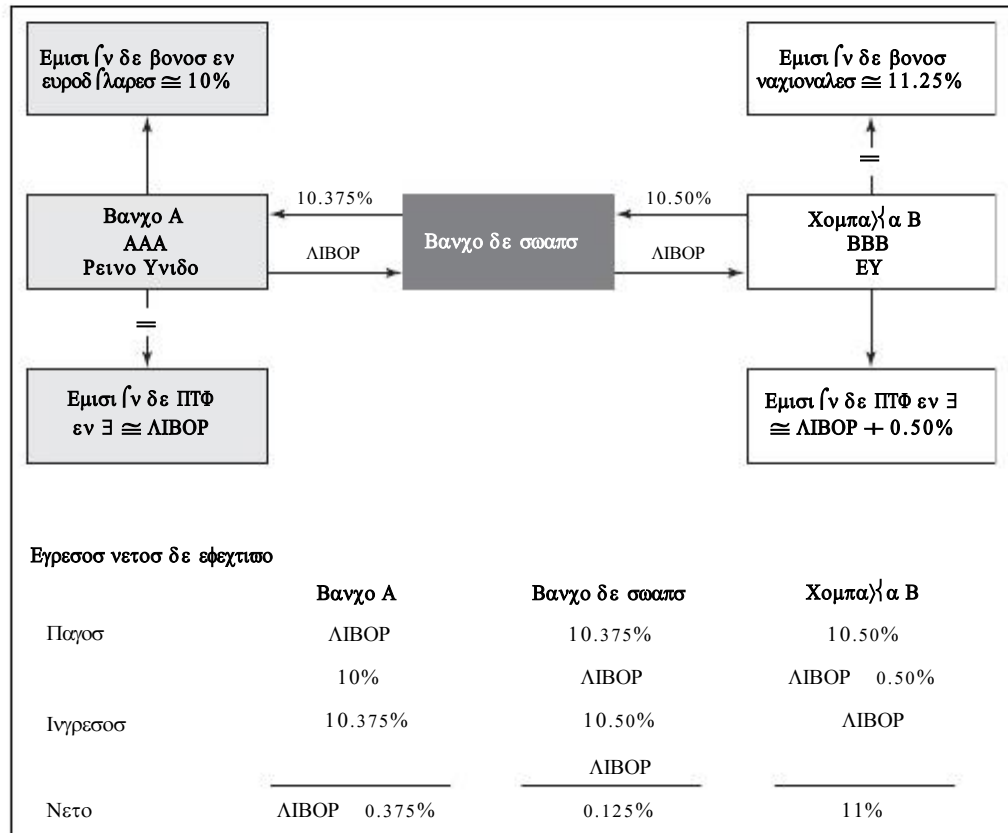
ILUSTRACIÓN 14.3

Cálculo del diferencial de distribución de la calidad (DDC)

	Χομπα)α Β	Βανχο Α	Διφερενχιαλ
Τασα φια	11.25%	10.00%	1.25%
Τασα φλοταντε	ΛΙΒΟΡ 0.50%	ΛΙΒΟΡ	0.50%
			ΔΔΧ 0.75%

ILUSTRACIÓN 14.4

Swap de tasas de interés fijas por flotantes



* Σερπχιο δε λα δευδα εζπρεσαδο χομο πορχενταρε δελ παλορ νομιναλ δε €10 000 000.

Más detalles**EJEMPLO 14.2**

Fijación de precio del swap básico de tasas de interés Una vez iniciado esta clase de swap, conviene que una u otra parte lo terminen o reviertan. El valor que tiene para una de ellas ha de ser la diferencia en el valor presente de los flujos de pagos que recibirá la otra parte y que pagará sobre el capital nominal. Pongamos el caso de la compañía B mencionada en el ejemplo 14.1. Esta compañía paga 10.50% al banco de swaps y recibe de él la tasa LIBOR sobre un valor nominal de \$10 000 000. Tiene un costo global de 11% porque emitió pagarés de tasa flotante a una tasa LIBOR 0.50%.

Suponga que un año más tarde el banco cotice los swaps en dólares a 4 años a 9.00-9.125% frente a la tasa LIBOR fija. Será al mismo tiempo una fecha de renovación de los pagarés de tasa flotante. En la fecha de renovación el valor presente de los pagos futuros de tasa flotante efectuados o recibidos a la tasa LIBOR sobre el valor nominal será siempre de \$10 000 000. El valor presente de una hipotética emisión de

EJEMPLO 14.2 (continúa)

bonos por esa cantidad con cuatro pagos remanentes de un cupón a 10.50%, a la tasa de oferta del nuevo swap a 9% será \$10 485 958 \$1 050 000 PVIFA_{9%,4} \$10 000 000 PVIF_{9%,4}. El valor del swap será de \$10 000 000 \$10 485 958 \$485 958. Por lo tanto, la compañía B estará dispuesta a pagarle \$485 958 al banco del swap para terminar o revertir el swap original. En esencia su valor de mercado es el valor presente de la diferencia entre pagar 10.50% y recibir 9% sobre el valor nominal de \$10 000 000 descontado a la nueva tasa de oferta del swap a 9%. Es decir: \$150 000 PVIFA_{9%,4} \$485 958.

Swaps de divisas

Swap básico de divisas

EJEMPLO 14.3

Un swap básico de divisas Pongamos el siguiente ejemplo de este tipo de swaps. Una multinacional estadounidense quiere financiar un gasto de capital de su subsidiaria alemana. El proyecto tiene una vida económica de 5 años y su costo es de €40 000 000. Al tipo actual de cambio de \$1.30/€1.00, la compañía matriz podría reunir \$52 000 000 en el mercado estadounidense de capitales emitiendo bonos a 5 años y a 8%. Después convertiría los dólares en euros para pagar el costo del proyecto. Se preverá que la subsidiaria gane lo suficiente con él para pagar el servicio anual de la deuda en dólares y liquidar el capital en 5 años. El único problema es que se produce una exposición a largo plazo en la transacción: si el dólar se aprecia considerablemente frente al euro durante el periodo del préstamo, quizá a la subsidiaria le sea difícil ganar suficientes euros para pagar el préstamo en dólares.

Una alternativa de la compañía matriz consiste en reunir €40 000 000 en el mercado de bonos internacionales emitiendo eurobonos denominados en euros. (También podría emitir bonos denominados en euros en el mercado alemán de capitales.) Pero si no es muy conocida, no le será fácil pedir prestado a una tasa favorable de interés. Supongamos que logra conseguir €40 000 000 con un vencimiento de 5 años a una tasa fija de 7%. La tasa normal actual de una empresa muy conocida de solvencia equivalente es 6%.

Suponga que una multinacional alemana de solvencia equivalente presenta una necesidad inversa de financiamiento. Tiene una subsidiaria en Estados Unidos que requiere \$52 000 000 para financiar un gasto de capital cuya vida económica es de 5 años. Podría obtener €40 000 000 en el mercado de bonos a una tasa fija de 6% y convertirlos en dólares para pagar el gasto. Pero se produce una exposición a la transacción si el euro se aprecia de manera importante frente al dólar. De ser así, a la subsidiaria tal vez no le sería fácil ganar suficientes dólares para pagar el servicio de la deuda. La compañía matriz podría emitir bonos en eurodólares (o bonos yankee en el mercado estadounidense de capitales), sólo que como no es muy conocida el costo del préstamo sería —digamos— a una tasa fija de 9%.

Un banco de swaps familiarizado con las necesidades de las dos multinacionales podría diseñar un swap que resuelva el problema de ambas: enfrentar la exposición prolongada a la transacción o financiarse con una tasa desfavorable. (Con el propósito de no complicar demasiado el ejemplo, damos por descontado que las tasas del swap

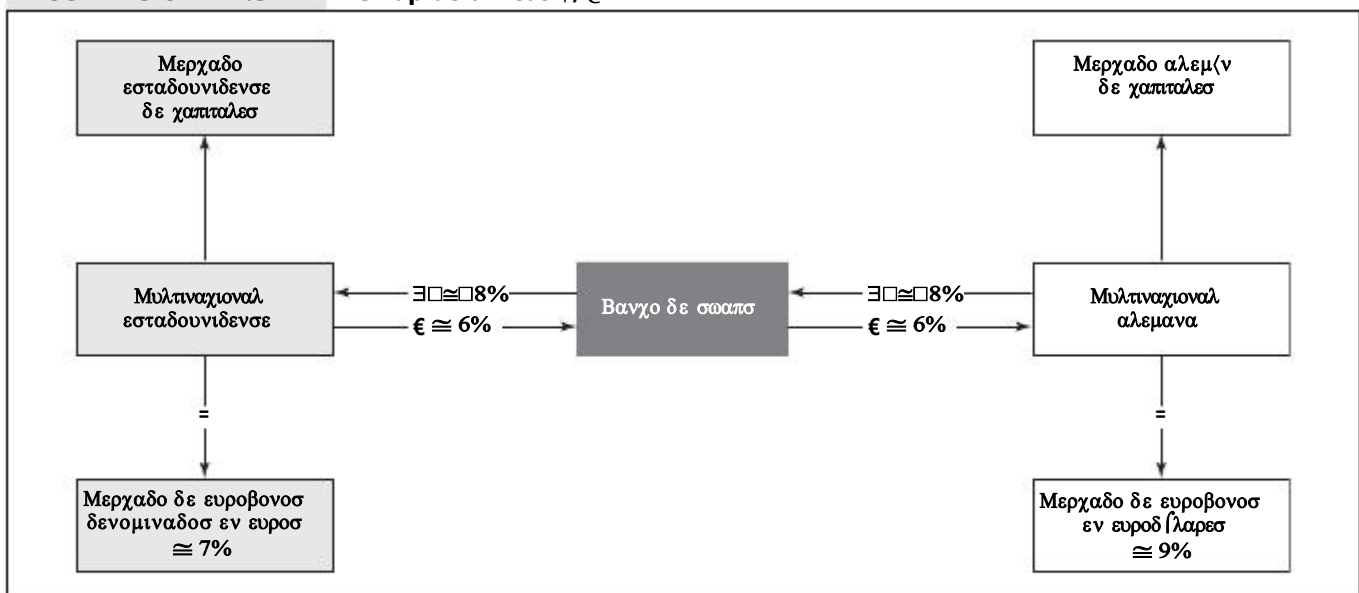
ΕJΕΜΠΛΟ14.3(continúa)

de oferta y demanda cobradas por el banco son idénticas: no existe un diferencial entre ambas. Esta suposición se flexibiliza en el ejemplo 14.6.) El banco indicaría a las compañías matrices recabar fondos en su mercado nacional de capitales donde son conocidas y gozan de una **ventaja comparativa** por el reconocimiento del nombre o de la marca. Después los montos del capital se intercambiarían por conducto del banco del swap. La subsidiaria alemana enviaría anualmente a su compañía matriz en Estados Unidos €2 400 000 por concepto de intereses (6% de €40 000 000) que mediante el banco transferiría a la subsidiaria para pagar el servicio de la deuda en euros. La subsidiaria estadounidense de la multinacional alemana enviaría anualmente \$4 160 000 por concepto de intereses (8% de \$52 000 000) que transferiría a la multinacional en Estados Unidos para pagar el servicio de la deuda en dólares. En la fecha de cancelación de la deuda en dólares las subsidiarias reenviarían el importe del capital a su respectiva compañía matriz para intercambiarla a través del banco, con el fin de liquidar las emisiones de bonos hechas en los mercados nacionales de capital. La estructura de este swap de divisas se describe gráficamente en la ilustración 14.5.

Esta ilustración demuestra que los ahorros representan un costo para las partes, debido a su relativa ventaja comparativa en los respectivos mercados nacionales de capital. La multinacional estadounidense se financia con euros a un costo global de 6% mediante el swap de divisas en vez de 7% que tendría que pagar en el mercado de eurobonos. La multinacional alemana se financia con dólares a un costo global de 8% mediante el swap en vez de 9% que tendría que pagar en dicho mercado. Esta clase de swaps sirve para establecer en un contrato una serie de tipos futuros de cambio para las obligaciones del servicio de la deuda de las partes. Al inicio los importes del capital se intercambian al tipo actual de cambio de \$1.30/€1.00 \$52 000 000/€ 40 000 000. Todos los años antes de cancelar la deuda, el contrato estipula que las partes intercambien \$4 160 000 de intereses sobre la deuda en dólares por €2 400 000 de intereses sobre la deuda en euros, lo cual equivale a una tasa contractual de \$1.7333/€1.00. En la fecha del vencimiento se realizará un intercambio final, que incluye los últimos pagos de intereses y de los montos del capital: \$56 160 000 por €42 400 000. En consecuencia, la tasa contractual de intercambio en el año 5 será \$1.3245/€1.00. Por supuesto el swap congela las tasas cambiarias de las partes para que cumplan sus obligaciones del servicio de la deuda mientras dure el swap.

ILUSTRACIÓN 14.5

Swap de divisas \$/€*



*Ελ σερπιχο δε λα δευδα εν δ(δολαρεσ(ευροσ)) σε εζπρεσα χομο υν πορχενταρε δελ παλορ νομιναλ δε 52 000 000 (€40 000 000).

Más detalles

EJEMPLO 14.4

Equivalencia de las obligaciones del servicio de la deuda con swaps de divisas Para continuar con el ejemplo 14.3, al parecer la compañía alemana no está recibiendo los mismos beneficios del swap que la estadounidense. He aquí la explicación: la compañía alemana se financia a una tasa de 6% (€2 400 000 anuales) pero paga 8% (\$4 160 000). La compañía estadounidense recibe esta cantidad y paga €2 400 000. Es un razonamiento viciado por un conocimiento erróneo de las relaciones internacionales de paridad, como se busca demostrar en la ilustración 14.6. En síntesis, indica que financiarse con euros a 6% equivale a hacerlo con dólares a 8%.

La línea 1 de la ilustración 14.6 contiene en millones los flujos de efectivo de la deuda en euros. La línea 2 señala el flujo de efectivo de la deuda en millones. También se indica el costo global de los flujos de efectivo de las monedas. La línea 3 incluye el tipo contractual de cambio entre ambas partes que se congela en el contrato de swaps. La línea 4 contiene el tipo de cambio que tanto las partes como el mercado deberían prever basándose en la paridad cubierta de las tasas de interés y en que la tasa futura es un predictor objetivo de la tasa spot prevista. Eso si suponemos que la paridad fluctúa entre la del euro a 6% y la del dólar a 8%. Lo anterior parece razonable pues esas tasas son, respectivamente, las mejores disponibles para cada firmante que es muy conocida en su mercado nacional. Según esta relación de paridad: $S_t(\$/\epsilon) = S_0[1.08/1.06]^t$. Por ejemplo, en la ilustración $\$1.350/\epsilon 1.00$ $\$1.30[1.08/1.06]^2$.

La línea 5 contiene en euros los flujos equivalentes de efectivo cuyo valor presente es €40 000 000 a una tasa de 6%. Sin el swap de divisas, la multinacional alemana hubiera tenido que convertir dólares en euros para pagar el servicio de la deuda en euros. El tipo de cambio al que se prevé que se realizará la conversión todos los años se da en los tipos implícitos de la línea 4. Podemos considerar la línea 5 como una conversión de los flujos de efectivo de la línea 2 mediante los tipos implícitos de la línea 4. En otras palabras, en el año 1 los \$4 160 000 tienen un valor esperado de €3 140 000 al tipo esperado de \$1.325/€1.00). En el año 2 tienen un valor esperado de € 3 080 000 a un tipo de cambio de \$1.350/€1.00. Note que la conversión a los tipos implícitos transforma *los flujos de efectivo a 8% en flujos a 6%*.

Al que presta €40 000 000 debería serle indiferente recibir los flujos de efectivo de la línea 1 o los de la línea 5. Sin embargo, desde el punto de vista del prestatario los flujos de la línea 1 no están sujetos al riesgo cambiario debido al swap de divisas, no así los flujos de la línea 5. Por ello prefiere la certeza del swap, cualquiera que sea la equivalencia.

La línea 6 muestra en dólares los flujos de efectivos, basándose en los tipos implícitos de cambio de la línea 4, cuyo valor presente es \$52 000 000. Podemos considerar la línea 6 como una conversión de los flujos a 6% de la línea 1 en los flujos a 8% de la línea 6, a través de estos tipos de cambio previstos. Al prestamista deberían serle indiferentes estos flujos y los de la línea 2. El prestatario preferirá pagar los flujos de la línea 2 porque no están sujetos al riesgo cambiario.

ILUSTRACIÓN 14.6

Equivalencia de los flujos de efectivo en los swaps de divisas

	Μομεντο δελ φλωφο δε εφεχτιπο						AIC
	0	1	2	3	4	5	
1. Φλωφο δε εφεχτιπο δε λα δευδα εν ευροσ	40	2.40	2.40	2.40	2.40	42.40	6%
2. Φλωφο δε εφεχτιπο δε λα δευδα εν Ξ	52	4.16	4.16	4.16	4.16	56.16	8%
3. Τασα χοντραχτωαλ χαμβιαρια	1.300	1.7333	1.7333	1.7333	1.7333	1.3245	NA
4. Τασα χαμβιαρια ιπιλ'χιτα	1.300	1.325	1.350	1.375	1.401	1.427	NA
5. Ινδιφερενχια δελ φλωφο δε εφεχτιπο εν ευροσ	40	3.14	3.08	3.03	2.97	39.35	6%
6. Ινδιφερενχια δε φλωφο δε εφεχτιπο εν Ξ	52	3.18	3.24	3.30	3.36	60.50	8%

Nota: Λασ λ'νεασ 4 η 5 ινχλωμεν λοσ φλωφοσ αλτερνοσ δε εφεχτιπο εν ευροσ, χυμο παλορ πρεσεντε εσ δε €40 000 000 χον υνα τασα δε δεσχυεντο δε 6%. Λοσ φλωφοσ δε εφεχτιπο εν λα λ'νεα 1 νο εστ(ν εξπυεστοσ αλ ριεσγο χαμβιαριο σι σε εφεχτιπο ελ σωαπ, μιεντρασ θυε λοσ φλωφοσ ιπιλ'χιτοσ εν λα λ'νεα 5 νο λο εστ(ν σι νο σε εφεχτιπο. Σε πρεφιερην λοσ φλωφοσ σεγυροσ. Λοσ φλωφοσ ινσεγυροσ δε ευροσ εν λα λ'νεα 5 σε χαλχυλαν διπιδιενδο λοσ φλωφοσ δε δ'λαρεσ εν λα λ'νεα 2 εντρε λα τασα χαμβιαρια ιπιλ'χιτα χορρεσπονδιεντε εν λα λ'νεα 4. Δε μοδο αν'λογο, λασ λ'νεασ 2 η 6 μιεστραν φλωφοσ αλτερνοσ δε εφεχτιπο εν δ'λαρεσ εσταδουινδεσσεσ, χυμο παλορ πρεσεντε εσ Ξ52 000 000 α υνα τασα δε δεσχυεντο δε 8%. Λοσ φλωφοσ εν λα λ'νεα 2 νο εστ(ν σαρετοσ αλ ριεσγο χαμβιαριο εν χασο δε εφεχτιποσ ελ σωαπ, μιεντρασ θυε λοσ δε λα λ'νεα 6 νο λο εστ(ν σι σε πρεσχινδιερα δε Γλ. Σε πρεφιερην λοσ φλωφοσ σεγυροσ. Λοσ φλωφοσ ινσεγυροσ εν δ'λαρεσ δε λα λ'νεα 6 σε χαλχυλαν μιλιτιπλαχανδο λοσ φλωφοσ δε ευροσ εν λα λ'νεα 1 πορ λα τασα χαμβιαρια ιπιλ'χιτα χορρεσπονδιεντε δε λα λ'νεα 4.

EJEMPLO 14.5

Fijación del precio del swap básico de divisas Supongamos que un año después de contratarse el swap de dólares estadounidenses-euros, las tasas de interés disminuyeron en Estados Unidos de 8 a 6.75 y de 6 a 5% en la zona del euro. Supongamos además que el dólar se apreció frente al euro porque la tasa estadounidense disminuyó proporcionalmente más que la del euro. En vez de la equivalencia de \$1.325/€1.00 como se esperaba, ahora la equivalencia es \$1.310/€1.00. Una de las partes podría verse obligada a vender su posición en el swap a un intermediario con tal de refinanciarse a una tasa menor.

El valor que la deuda en dólares estadounidense tiene en el mercado es de \$54 214 170: es el valor presente de los cuatro pagos pendientes de cupón por \$4 160 000 y del capital de \$52 000 000 descontados a 6.75%. En forma parecida, el valor presente de la deuda en euros a la nueva tasa de 5% es €41 418 380. La entidad estadounidense debería estar dispuesta a comprar su participación en el swap por \$54 214 170 – €41 418 380 1.310 \$43 908. En otras palabras, debería estar dispuesta a pagar esta última cantidad para renunciar al flujo de dólares que recibiría con el contrato de swap a cambio de no tener que pagar el flujo de euros. La multinacional de Estados Unidos podrá entonces refinanciar a 6.75% la deuda de \$52 000 000 que contrajo a 8% y quizá contratar otro swap de divisas.

Desde el punto de vista de la compañía alemana, el swap vale €41 418 380 \$54 214 170/1.310 €33 517. Debería estar dispuesta a aceptar €33 517 por el swap, esto es, a renunciar al flujo de euros con tal de no tener que pagar el flujo de dólares. Se hallará así en condiciones de refinanciar la deuda de €40 000 000 a 6% a la nueva tasa de 5%. Inclusive podría acordar otro contrato de divisas.

EJEMPLO 14.6

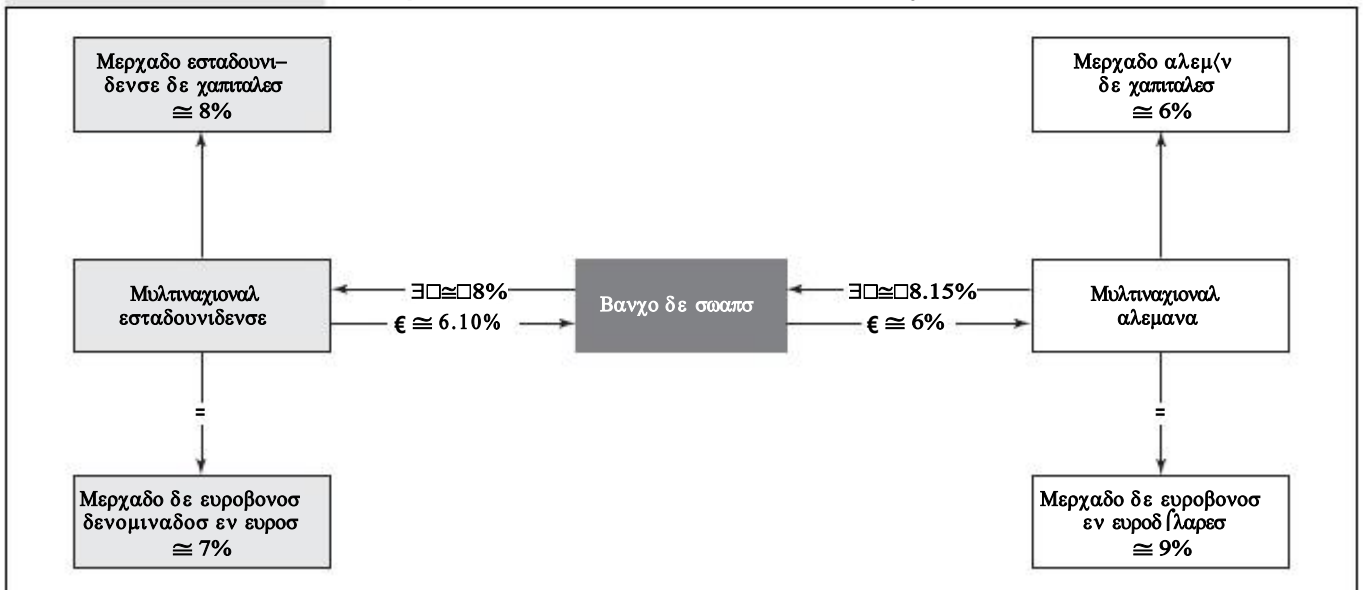
Reconsideración de un swap básico de divisas En un caso más realista de este tipo de swaps habrá que reconocer la diferencia entre oferta y demanda que el banco cobra por crear un mercado en los swaps de divisas. Ampliando ahora el ejemplo 14.3, supongamos que el banco del swap va a cotizar swaps en dólares estado-

EJEMPLO 14.6 (continúa)

unidenses (euros) a cinco años a 8.00-8.15% (6.00-6.10%) frente a la tasa LIBOR fija en dólares. Seamos más realistas y demos por sentado que el banco puede negociar por separado con ambas multinacionales. En tal caso los montos del capital obtenidos en los mercados nacionales de capital por la estadounidense (\$52 000 000) y la alemana €40 000 000) deberían venderse al banco a la tasa spot actual de \$1.30/€1.00 para conseguir la moneda deseada: €40 000 000 de la multinacional estadounidense y \$52 000 000 de la multinacional alemana. Por concepto de intereses la alemana enviará anualmente €2 440 000 (6.10% de €40 000 000) a su compañía matriz de Estados Unidos que pagará a través del banco del swap. A su vez éste enviará anualmente €2 400 000 (6% de €40 000 000) a la multinacional alemana a fin de que pague el servicio de la deuda en euros. La subsidiaria estadounidense enviará anualmente \$4 238 000 por concepto de intereses (8.15% de \$52 000 000) a su compañía matriz alemana que pagará a través del banco. A su vez éste enviará anualmente \$4 160 000 (8% de \$52 000 000) a la multinacional en Estados Unidos, para que pague el servicio anual de la deuda en dólares. En la fecha de cancelación de la deuda las subsidiarias habrán de enviar los montos del capital a su respectiva compañía matriz (dólares la subsidiaria estadounidense de la multinacional alemana y euros la subsidiaria alemana de la multinacional estadounidense) para que sean intercambiados mediante el banco del swap a fin de liquidar las emisiones de bonos en los mercados nacionales de capital. He aquí el resultado neto: la multinacional estadounidense se financia con euros a un costo global de 6.10% gracias al swap de divisas en vez de 7% que habría tenido que pagar en el mercado de eurobonos. La multinacional alemana se financia con dólares a un costo global de 8.15% gracias al swap en vez de 9% que hubiera tenido que pagar en el mercado de eurobonos. Este swap se explica gráficamente en la ilustración 14.7.

ILUSTRACIÓN 14.7

Swap de divisas \$/€ con diferencias de oferta y demanda*



*Σεραπχιο δε λα δευδα εν δ δολαρεσ (ευροσ) εξπρεσαδα χομο πορχενταρε δελ παλορ νομιναλ δε Ξ52 000 000 (€40 000 000).



American International Group, Nomura Securities e International Finance Corporation se unen en una transacción latina de swaps

Εν λο θυε σε ηα λλαμαδο υνα πριμιχια δε λος φλυφος φυτωρος βρασι-λε)ος, Αμερικαν Ιντερνατιοναλ Γρουπ (ΑΙΓ) ρεαλιζι εν σωπα δε διαπισω χρυζαδασ ψ δε τασασ δε ιντερπς εν υνα τρανσαρχι εν δε υνεσ χον Υνιβανχο.

Συσχριτο πορ Νομυρα Σεχυριτες, ελ βονο πορ 25 000 μιλλονεσ (ΥΣΞ229 μιλλονεσ) χονταβα χον ελ ρεσπαλδο δε δερεχησ διαφωσι-φιαδος δε παγο δενομιναδος εν δ'ιλαρεσ. Νι ελ σερπιχο δε ιντερ-σιονιστας δε Μοοδιμς νι Στανδαρδ & Ποορ ψ ταμποχο ΦιτηηΡατινυ μενχιοναρον αλ προπεεδορ δελ σωπα εν συσ ινφορμεσ, τοδοσ χιτα-ρον αλα παρτε χλασιφιαδα χομο ΑΑΑ χομο λα χλαπε δε λα σολπενια δε λα οπεραχι εν. Λασ χλασιφιαχιονεσ θυε λασ αγενχιασ διερον αλα τρανσαρχι εν φυερν ΒωαΙ□, ΒΒΒ-□ ψ ΒΒΒ□, ρεσπεχτιτωαμενε.

Περο ελ Αμερικαν Ιντερνατιοναλ Γρουπ νο φυε ελ ενιχο θυε ιν-τερπινο εν λα οπεραχι εν. Αλγυνασ φυεντεσ σε)αλαν θυε Νομυρα φυηχιονα χομο φιαδορ δε ρεσπαλδο ψ θυε συ εξποσιχι εν εστ(α συ πεζ αποψαδα πορ λα Ιντερνατιοναλ Φιναηχιαλ Χορπορατιον, εντιδαδ χλασιφιαδα ΑΑΑ. □Ιντερπιενεν τρεσ σοχιος εν ελ τραπο□, ασφαρυρα υνα φυεντε χερχανα.

Δε αχυερδο χον εσα χορποραχι εν, εν χασο δε ινχυμπλιμεντο ελ γαραντε χυβριρ(□ηασα 83% δελ παγο δε λα παλωαχι εν α πρεχιος δελ μερχαδο (μαρκ το μαρκετ) σι σε λε δεβε α Νομυρα□. Λοσ φυη-χιοναριος δε λα οργαηιζαχι εν α)αδεν: □Εσε παγο χυβρε ηασα 30% δελ μοντο νομιναλ [δελ σωπα] εν χυαλθιτερ μομεντο.□

Ελ χοντρατο εσ υνα ινπενχι εν δε δοσ παρτεσ. Απαρτε δελ φιδει-χομισο θυε χονπιερτε εν υνεσ φαπονεσεσ λος φλυφος δε εφεχιτω δενομιναδος εν δ'ιλαρεσ παρα λιθιδαρ λος βονοσ, παγα υνα τασα δε ιντερπς φλοταντε, μιεντρασ θυε Αμερικαν Ιντερνατιοναλ Γρουπ παγα υνα τασα φιφα. Ελ φιδειχομισο πυεδε παγαρ ελ σωπα παρχιαλ ο τοταλμεντε εν δετερμιναδασ χιρχυνοστανχιασ.

Πρεσχιηδιενδο δε λα χασαδα δε σοχιος δελ σωπα, λα τρανσαρχι εν φυε υνα διαπερσιφιαχι εν δε δερεχησ δε παγοσ βασταντε ορδι-

ναρια. Εσ λα χυαρτα σεριε δελ φιδειχομισο εσταβλεχιδο εν λασ Ισλασ Χαιμ(ν. Υνιβανχο γενερα 6% δε λασ Γρδενεσ δε παγο ερεχυταδασ α τραπ(δελ σιστεμα βανχαριο δε Βρασιλ. Λα τρανσαρχι εν δεσχανσα εν υνα σοβρεχολαταραλιζαχι εν ινιχιαλμεντε διφ(χιλ. Φιφαδα εν υν σερ-πιχο 80 Ξ τριμεστρε δε λα δευδα, σε ρεδυχε α 12.5Ξ αλ χομενζαρ λα αμορτιζαχι εν. Ελ βονο τιενε υν χυπ εν δε 3.55% σεγ εν υνα δεχλαραχι εν δελ βανχο. Νο σε εσπεχιφ(σι ελ πρεχιο ερα α λα παρ. Νο λογρωμισ εντρεπισταρ α Νομυρα παρα οβτενερ αλγ εν χομεν-ταριο.

Ρεαλιζαδα χομο υνα χολοχαχι εν πριπαδα, λα εμισι εν χερρ(εν 14 δε νοπιεμβρε ψ φυε χομπραδα πορ ιντερσιονιστας ινσταχυονα-λεσ δελ θαπ εν, σε)αλαρον λασ φυεντεσ.

Σεισ βανχοσ χορρεσπονσαλεσ αχεπταρον δαρ συσ χυεντασ πορ χοβραρ χομο γαραντ(α δε λα εμισι εν: Αμερικαν Εξπρεσσ Βανκ, Βανκ οφ Αμεριχα, Χιτιβανκ, Δευτσηη Βανκ Τρυστ Χομπανψ Αμε-ριχασ, ΘΠΜοργαν Χηασε Βανκ ψ Τηε Βανκ οφ Νεω Ψορκ.

Εστα οπεραχι εν δε Υνιβανχο μαρχα λα πριμερα πεζ θυε υνα νεγοχιαχι εν δε φλυφος δε φυτωρος βρασιλε)οσ σε εμιτε εν υνα μο-νεδα θυε νο σεα λα γαραντ(α δενομιναδα εν δ'ιλαρεσ, μαηφεστα-ρον λασ φυεντεσ. Λασ δεσιγολαδαδεσ μονεταριασ αφλοραρον εν πι-αριασ οπεραχιονεσ δε Αργεντινα χυανδο ελ πα(σ αβανδον εν λα βανδα δελ δ'ιλαρ ψ πεσιφ(ι λα εχονομ(α. Χομο νο ηαβ(α σωαπσ παρα χο-ρρεγερ λα ασυμετρ(α εντρε αχιαπασ εν πεσοσ δεπαλωαδος ψ ελ παγο δε λος βονοσ εν δ'ιλαρεσ, σ(λο ερα χυεστι εν δε τιεμπο παρα θυε λα μαγορ(α δε εσασ οπεραχιονεσ σε δερρυμβαρην. Λοσ σωαπσ σον αηορα ελ τεμα προφεριδο εν ελ μερχαδο μεξ(ιχανο: λος παρτιχυαν-τεσ αργυαρδαν χον ανσια ελ τιπο δε πλαζο θυε αβρα λα πυερτα α υνα εμισι εν δε παλορεσ βανχαριος αμορτιζαδος εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

Φυεντε: Φελλε Οσσα, Πριπατε Πλαχεμεντ Λεταρ, διχημεβρε 1, 2003, π. 1.

Variaciones en los swaps básicos de tasas de interés y de divisas

Tanto los swaps básicos de las tasas de interés como de divisas presentan algunas variantes que hemos explicado antes. Por ejemplo, un swap de tasa de interés fija por flotante no requieren un bono con cupón de tasa fija. Una variante es el swap de *cupón cero por tasa flotante*, en el cual el cliente de tasa flotante efectúa los pagos periódicos normales con esa tasa durante la vida del swap, mientras que el de tasa fija hace un solo pago al final del swap. El swap de *tasa flotante por tasa flotante* es otra variante, en la que las partes están ligadas a un índice diferente de tasa flotante [LIBOR y pagarés del Tesoro (*Treasury bills*)] con distinta frecuencia del mismo índice (tasa LIBOR trimestral o semestral por ejemplo). Para que un swap sea posible se requiere que haya todavía un diferencial de distribución de calidad. Además pueden establecerse swaps con una base de amortización, en la que los intercambios del servicio de la deuda disminuyen periódicamente hasta que se amortiza el capital nominal hipotético. Los swaps de divisas no necesariamente requieren el de deuda de tasa fija. A menudo se organizan swaps de divisas con tipo de cambio *fijo por flotante* o *flotante por flotante*. Además los swaps con *amortización* cambiaria incorporan una cláusula por la que periódicamente vuelven a intercambiarse las porciones amortizadas del capital nominal. En el recuadro de "Finanzas internacionales en la práctica" titulado "American International Group, Nomura Securities e International Finance Corporation se unen

en una transacción latina de swaps” se describe un swap de divisas de tasa fija por flotante en yenes-dólares que realizó Unibanco, el banco privado de Brasil, para cubrirse contra el riesgo cambiario en una emisión de bonos de tasa fija denominados en yenes.

Riesgos de los swaps de tasas de interés y de divisas

A continuación se explican los principales riesgos que encaran las corredurías de swaps.

Riesgo de las tasas de interés. Se refiere al riesgo de un cambio desfavorable en las tasas de interés antes de que el banco transfiera el otro lado de un swap realizado a un cliente. Pongamos el caso del swap del ejemplo 14.1. Si recapitulamos, el banco de swap gana una comisión de 0.125%. La compañía B le transfiere por él 10.50% anual (sobre el capital nominal de \$10 000 000) y recibe a cambio el porcentaje de la tasa LIBOR. El banco A transfiere al banco del swap el porcentaje de la tasa LIBOR y recibe a cambio 10.375%. Supongamos que el banco del swap entró primero en la posición con la compañía B. En caso de que las tasas fijas crecieran sustancialmente —digamos un 0.50%—, el banco A no estará dispuesto a entrar en el lado opuesto del swap si no recibiera —por ejemplo— 10.875%. Entonces el swap no sería rentable para su banco.

Riesgo base. Indica una situación donde la tasa flotante de dos contrapartes no está ligada al mismo índice. Se conoce como base cualquier diferencia existente entre los índices. Por ejemplo, una entidad podría tener sus pagarés de tasa flotante ligados a la tasa LIBOR, mientras que la otra los tiene ligados a la tasa de pagarés del Tesoro de Estados Unidos. En este caso los índices no guardan una correlación perfectamente positiva y el swap puede no ser rentable periódicamente para el banco que lo creó. En nuestro ejemplo eso sucedería si la tasa del pagaré del Tesoro fuera mucho mayor que la tasa LIBOR y si el banco del swap recibiera esta última de una de las entidades y le pagara a la otra la tasa del pagaré del Tesoro.

Riesgo cambiario. Designa el riesgo de que el banco del swap enfrente fluctuaciones cambiarias en el tiempo que tarde en transferir a otro cliente el swap que acepte de otro.

Riesgo crediticio. Es un riesgo importante de quienes negocian con swaps. Indica la probabilidad de que una de las partes incumpla. El banco del swap que media entre ambas contrapartes no tiene obligación alguna con la que incumple, sino sólo con la que cumple. Existe un acuerdo separado entre el banco del swap y cada parte.

Riesgo de desigualdad. Indica la dificultad de encontrar a un cliente exactamente opuesto para el swap que un banco acepta. La desigualdad puede referirse al tamaño de las sumas que necesitan los clientes, a las fechas de vencimiento de las emisiones de pasivo individual o a las fechas del servicio de la deuda. En los ejemplos de los libros no suelen tenerse en cuenta estos problemas reales.

Riesgo soberano. Es la probabilidad de que un país imponga restricciones cambiarias a la moneda de un swap. A veces resulta muy costoso —o hasta imposible— que la contraparte cumpla su obligación con la correduría. De ser así, se introducen cláusulas para darlo por terminado, lo cual hace que el banco del swap deje de percibir ingresos.

Al facilitar el funcionamiento del mercado de swaps, la Asociación Internacional de Swaps y Derivados (ISDA, International Swaps and Derivatives Association) estandarizó dos contratos. Uno de ellos —el “contrato de tasas de interés y de divisas”— abarca los swaps de divisas y el otro —el “contrato de swaps de tasas de interés”— contiene las condiciones normales de los swaps de tasas de interés denominados en dólares estadounidenses. Estos contratos han reducido el tiempo necesario para crear los swaps, además de incluir las cláusulas que permiten que una de las partes los rescindan.

¿Es eficiente el mercado de los swaps?

Existen dos causas principales por las que una de las entidades utiliza un swap de divisas: financiarse con deuda en la moneda intercambiada a un interés menor conseguido con las ventajas corporativas que ofrece el mercado nacional de capitales y/u obtener la protección de la exposición cambiaria a largo plazo. Ambas razones parecen sencillas y difíciles de rebatir, especialmente en la medida en que el reconocimiento del nombre es muy importante para conseguir fondos en el mercado de bonos internacionales.

Las dos razones fundamentales para intercambiar las tasas de interés son: combinar mejor el vencimiento de los activos y los pasivos y/o ahorrar los costos mediante el diferencial de distribución de la calidad. En un mercado eficiente sin barreras contra los flujos de capital, es difícil aceptar el argumento de ahorro de costos mediante el diferencial. Significa que existe una oportunidad de arbitraje debido a algunos precios engañosos de las primas por riesgo de incumplimiento en varios tipos de instrumentos de deuda. Si el diferencial de distribución de la calidad es una de las causas fundamentales de que existan los swaps de las tasas de interés, cabría suponer que el arbitraje las eliminara con el tiempo y que disminuyera el crecimiento del mercado de los swaps. Pero ha sucedido lo contrario como se advierte en la tabla 14.1: su crecimiento ha sido impresionante durante los últimos años. Por lo tanto, el argumento del arbitraje no resulta muy convincente. De ahí la necesidad de recurrir a un argumento de **integridad del mercado** para explicar su existencia y su crecimiento, esto es, todos los tipos de instrumentos de deuda no están normalmente a disposición de quienes los solicitan. Por eso el mercado de los swaps de tasas de interés asesora en la conformación del financiamiento con el fin de que un cliente en particular obtenga el que desea. Ambas partes pueden beneficiarse (lo mismo que la correduría) gracias a un financiamiento más adecuado por la estructura del vencimiento de los activos.

RESUMEN

En este capítulo se ofrece una introducción a los swaps de tasas de interés y de divisas. Se explica a fondo cómo podrían usarse y los riesgos que entrañan.

1. El capítulo inicia con las definiciones del swap de tasas de interés y del swap de divisas. El swap básico de las tasas de interés es de tasa fija por flotante, en el cual una entidad intercambia a la otra parte el pago de intereses de una obligación de deuda de tasa fija por los pagos de intereses flotantes. Ambas obligaciones de deuda están denominadas en la misma moneda. En un swap de divisas, una entidad intercambia las obligaciones del servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por las obligaciones del servicio de la deuda de la otra entidad que están denominadas en una moneda distinta.
2. Se explica la función de un banco de swaps. Éste es un término genérico que designa una institución financiera que facilita el intercambio entre dos clientes. Cumple la función de correduría o de negociante. En el primer caso, pone en contacto a las partes pero sin asumir riesgo alguno del swap. En su función de negociante, el banco del swap está dispuesto a aceptar cualquiera de los dos lados del swap de divisas.
3. Se dio un ejemplo de swap básico de las tasas de interés. Se dijo que una condición necesaria para que un swap sea factibilidad es que exista una diferencia de distribución de calidad entre las primas de riesgo por incumplimiento en las tasas fija y flotante de ambas partes. Se dijo, asimismo, que no había un intercambio de las cantidades del capital entre las partes involucradas en un swap de tasas de interés, porque las dos emisiones de deuda estaban denominadas en la misma moneda. Los intercambios de tasas de interés se basaban en un capital nominal.
4. Se explicó cómo se fija el precio de un swap de tasas de interés. Se indicó que luego de la inscripción, el valor que el swap tendrá para una de las partes deberá ser la diferencia del valor presente del flujo de pagos que recibirá y el pago del capital nominal.
5. Se describió un ejemplo detallado del swap básico de divisas. Se indicó que las obligaciones del servicio de la deuda de las contrapartes en un swap de divisas son realmente equivalentes entre sí respecto al costo. Las diferencias nominales pueden atribuirse a un conjunto de relaciones de la paridad internacional.
6. Se explicó cómo se fija el precio de un swap de divisas. Se indicó que luego de la inscripción, el valor que el swap tiene para una de las partes deberá ser la diferencia del valor presente del flujo de pagos que la parte recibirá en una moneda y que pagará en la otra, convertidas a una u otra de las denominaciones.

7. Existen muchas otras variantes además del swap básico de tasas de interés fijo por flotante y del swap de divisas con tasa fija por fija. Una variante es el swap amortizador que incorpora una amortización de los capitales nominales. Otra es el swap de tasa con cupón cero por tasa flotante, en el que paga la tasa flotante lo hace en los periodos normales durante la vida del swap; en cambio, el que paga una tasa fija lo hace una sola vez al terminar el swap. Otra variante es el swap de tasa flotante por flotante: ambas partes están ligadas a un índice de tasa flotante distinta o a una frecuencia diferente del mismo índice.
8. Se examinaron con sentido crítico las causas de la aparición y crecimiento del mercado de los swaps. Se señaló la necesidad de basarse en el argumento de la integridad del mercado para explicar la existencia y el crecimiento de los swaps de tasas de interés: el mercado de estos instrumentos ayuda a adaptar el financiamiento al tipo que desea un prestatario cuando no todos los tipos de deuda están disponibles.

TÉRMINOS CLAVE

banco de swaps, 338	integridad del mercado, 350	swap de divisas, 338
capital nominal, 338	negociante de swaps, 338	swap de tasas de interés con una sola divisa, 337
correduría de swaps, 338	parte, 337	ventaja comparativa, 344
costo todo incluido, 347	swap de tasas de interés con divisas cruzadas, 337	
diferencial de distribución de calidad, 340		

CUESTIONARIO

1. Explique la diferencia entre un corredor y un negociante de swaps.
2. ¿Cuál es la condición necesaria de la viabilidad de un swap de tasa de interés fija por flotante?
3. Explique las causas principales por las que una entidad participa en un swap de divisas.
4. ¿Cómo la teoría de la ventaja comparativa se aplica al mercado de swaps de divisas?
5. Explique los riesgos que encara una correduría que realiza swaps de tasas de interés y de divisas.
6. Explique brevemente algunas variantes de los swaps básicos de tasas de interés y de divisas que se expusieron en el capítulo.
7. Si la ventaja de costo que ofrecen los swaps de tasas de interés probablemente desapareciera con el arbitraje, ¿en qué otras formas podría explicarse el desarrollo tan rápido de ese mercado?
8. Suponga que Morgan Guaranty, Ltd. cotiza las tasas de los swaps así: 7.75-8.10% anual frente a la tasa semestral LIBOR en dólares por dólares y 11.25-11.65% anual frente a la tasa LIBOR semestral en dólares por libras esterlinas. ¿A qué tasas entrará Morgan Guaranty en un swap de divisas \$/£?
9. Suponga un swap de divisas en el cual las dos entidades con riesgo crediticio similar se financian con la tasa más baja disponible, pero en que la tasa nominal de una de ellas es mayor. Tras el intercambio inicial de capital, ¿la entidad que debe pagar intereses a una tasa nominal mayor está en desventaja financiera con la otra que firma el contrato? Explique su respuesta.

PROBLEMAS

1. Las compañías Alpha y Beta pueden obtener un préstamo a cinco años con las siguientes tasas:

	Αλφα	Βετα
Χλασιφραχι /ν δε χρι διτο δε Μοοδιμσ	Αα	Βαα
Χοστο δελ φινανχιαμειντο χον τασα φιφα	10.5%	12.0%
Χοστο δελ φινανχιαμειντο χον τασα φλοταντε	ΛΙΒΟΡ	ΛΙΒΟΡ 1%



- a) Calcule el diferencial de la distribución de calidad.
 - b) Diseñe un swap de tasas de interés en el cual ambas compañías logren los mismos ahorros en el costo de su financiamiento. Suponga que la compañía Alpha quiere una deuda de tasa flotante y la compañía Beta una deuda de tasa fija. Ningún banco de swaps participa en esta transacción.
2. Vuelva a resolver el problema 1, sólo que esta vez suponiendo más realísticamente que un banco de swap interviene como intermediario. El banco cotiza swaps de tasas de interés en dólares a cinco años con 10.7%-10.8% frente a la tasa LIBOR fija.
 3. La compañía A tiene la clasificación AAA y desea emitir pagarés de tasa flotante a cinco años. Averigua que puede emitirlos a la tasa semestral LIBOR 0.125% o a la tasa LIBOR trimestral 0.125%. Debido a su estructura de activo, la tasa trimestral LIBOR es el índice preferido. La compañía B tiene la clasificación A y también desea emitir esos instrumentos a cinco años. Encuentra que puede emitirlos a la tasa LIBOR semestral 1.0% o a la tasa LIBOR trimestral 0.625%. La tasa semestral LIBOR es el índice preferido dada su estructura del activo. Suponga un capital nominal de \$15 000 000. Calcule el diferencial de distribución de calidad y diseñe un swap de tasa flotante por flotante en que el banco reciba 0.125% y las dos entidades compartan los ahorros restantes en partes iguales.
 4. Una empresa participa en un swap de tasas de interés a cinco años con un banco de swap, en la cual acepta pagarle una tasa fija de 9.75% anual sobre una cantidad nominal de €15 000 000 y recibe a la tasa LIBOR. En la segunda fecha de renovación calcule el precio del swap desde el punto de vista de la empresa, suponiendo que la tasa fija alcanzó 10.25%.
 5. Karla Ferris, gerente de ingresos fijos en Mangus Capital Management, prevé que la curva de rendimiento de la Tesorería de Estados Unidos, actualmente con una pendiente positiva, cambie en dirección paralela ascendente.

Ferris posee dos bonos corporativos por \$1 000 000 que venden el 15 de junio de 1999: uno con una tasa variable basada en la tasa LIBOR semestral en dólares estadounidenses y el otro con una tasa fija. Ambos producen 50 puntos base por arriba de las tasas del mercado de bonos de la Tesorería, ofrecen una calidad similar de crédito y pagan intereses semestralmente.

Ferris quiere realizar un swap para aprovechar su expectativa de un cambio en la curva de rendimiento. Piensa, además, que no cambiará la diferencia en la distribución de crédito entre las tasas LIBOR y la de la Tesorería de Estados Unidos.

- a) Describa un swap semestral con tasa LIBOR en dólares estadounidenses que le permita a Ferris aprovechar sus expectativas. Suponiendo que ella tenga razón, explique el cambio de valor del swap y cómo afectará al valor de su portafolios. [No se requieren cálculos para contestar la parte a).]
En vez del swap de la parte a), Ferris aplicaría la siguiente estrategia alterna para conseguir lo mismo.
- b) Suponiendo que ella tenga razón, explique cómo con la siguiente *estrategia* conseguiría lo mismo en respuesta al cambio de la curva de rendimiento. [No se requieren cálculos para contestar la parte b).]

Φεχηα δε ληθιδαχι (ν	γαλορ νομιναλ δε λοσ χοντρατοσ δε φυτωροσ εν ευροδ (λαρεσ
15-12-97	Ξ1 000 000
15-03-98	Ξ1 000 000
15-06-98	Ξ1 000 000
15-09-98	Ξ1 000 000
15-12-98	Ξ1 000 000
15-03-99	Ξ1 000 000

- c) Exponga *una* razón por la que se logran los mismos resultados con estas dos estrategias derivadas.
6. Rone Company pide a Paula Scott, analista de tesorería, que le recomiende una forma flexible que le permita manejar los riesgos financieros.



Hace dos años la compañía emitió un pagaré por 25 millones (en dólares estadounidenses), con tasa flotante a cinco años. El pagaré paga un cupón anual igual a la tasa LIBOR a un año más 75 puntos base. El pagaré no tiene opción de compra, es amortizable y se liquidará con un valor a la par cuando se venza.

Scott prevé que las tasas de interés aumenten y sabe que la compañía se protegerá contra ello recurriendo a un swap de pago fijo. Pero el consejo de administración prohíbe tanto la venta en descubierto de valores como la transacción con swaps. Decide reproducir un swap de pago fijo usando varios instrumentos del mercado de capitales.

- Indique los instrumentos que necesita Scott para reproducir el swap de pago fijo y describa las transacciones requeridas.
- Explique cómo estas transacciones del inciso *a*) equivalen a utilizar un swap de pago fijo.

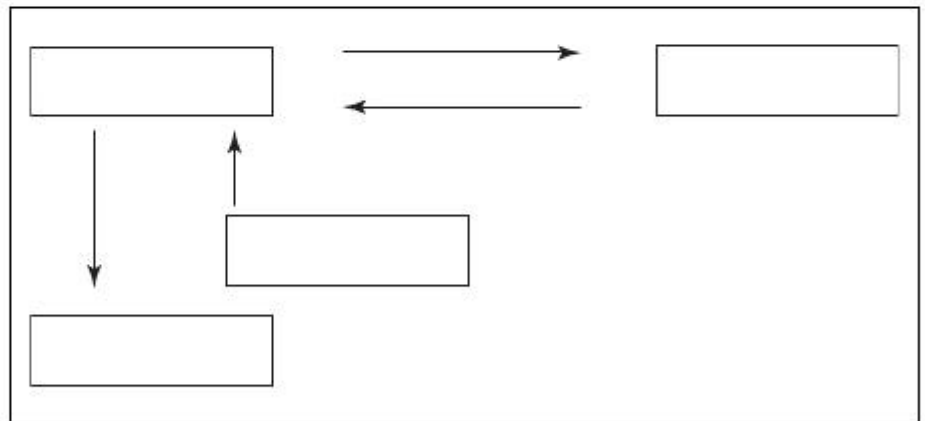
7. Dustin Financial posee un bono corporativo no amortizable por \$10 millones con vencimiento a 30 años y con un cupón de 6.5% pagadero anualmente. Paga una tasa LIBOR anual menos 1% sobre los depósitos a un plazo de 3 años.

Vega Corporation posee un bono LIBOR anual flotante y quiere cambiarlo por otro a tres años. Actualmente la tasa LIBOR a un año es 5%.

- Diagrame los flujos de efectivo entre los depositantes de Dustin, de Vega, de Dustin y del bono corporativo de esta última. Asigne nombre a los siguientes elementos:
 - Depositantes de Dustin, de Vega y Dustin y el bono corporativo de esta última.
 - Tasa de interés aplicable de cada renglón. Indique después si es tasa flotante o fija.
 - Dirección de los flujos de efectivo.

Resuelva el problema *a*) en la plantilla adjunta.

Plantilla para el problema *a*)



- Calcule el primer pago neto del swap entre Dustin y Vega, indicando además la dirección del monto neto del pago.
 - Identifique la comisión neta de la tasa de interés que Dustin piensa ganar.
8. Ashton Bishop es ejecutivo de deuda en World Telephone, que necesita 3.33 mil millones de euros para financiarse. Está analizando emitir deuda denominada en:
- Euros (€) o
 - Dólares estadounidenses, acompañados por una combinación de swaps de tasas de interés y de divisas.
- Explique *un* riesgo que la compañía asumiría al elegir una combinación de swap de tasas de interés y de divisas.



La compañía Bishop piensa que al emitir deuda en dólares estadounidenses y al participar en el swap logrará reducir el costo de su deuda en 45 puntos base. Inmediatamente después de vender la emisión, intercambiará el pago en dólares estadounidenses por el pago en euros a lo largo del vencimiento de la deuda. Supone un tipo de cambio constante durante el swap.

La ilustración 1 contiene los detalles de las dos emisiones alternas de deuda. La ilustración 2 ofrece información actual sobre los tipos de cambio spot y el swap de tasas de interés y de divisas en euros/dólares estadounidenses a 3 años.

ILUSTRACIÓN 1

Detalles de la deuda de World Telephone

Χαρακτηριστικά	Δευδα εν ευρώ	Δευδα εν δόλαρο US
ζαλορ α λα παρ	€3.33 μιλ μιλλονεσ	Ξ3 μιλ μιλλονεσ
Πλαζο δε πενχιμιεντο	3 α)οσ	3 α)οσ
Τασα φια δε ιντερσ	6.25%	7.75%
Παγο δε ιντερεσεσ	Ανωαλ	Ανωαλ

ILUSTRACIÓN 2

Información sobre el tipo de cambio y los swaps

Τιπο δε χαμβιο σποτ	Ξ0.90 πορ ευρο (Ξ0.90/€1.00)
Τασασ δε ιντερσ φια εν ευρο/δóλαρ εσταδουνιδενσε α 3 α)οσ	5.80% ευρο/7.30% δóλαρ εσταδουνιδενσε

- b) Muestre el capital nominal y los flujos de efectivo del pago de intereses del swap combinado de tasas de interés y de divisas.

Nota: su respuesta deberá incluir la moneda correcta (\$) o (€) y el monto de *cada* flujo de efectivo.

Conteste el problema b) en la plantilla anexa.

Plantilla para el problema b)

Φλυφοσ δε εφεχιτωσ δελ σωαπ				
Παγοσ δε Ωορλδ				
Χαπιταλ νομιναλ				
Παγο δε ιντερεσεσ				
Ρεχιβοσ δε Ωορλδ				
Χαπιταλ νομιναλ				
Παγο δε ιντερεσεσ				

- c) Indique si la compañía debería o no reducir el costo de su financiamiento emitiendo deuda denominada en dólares estadounidenses, junto con el swap combinado de tasas de interés y de divisas. Justifique su respuesta con *un* argumento.

EJERCICIOS DE INTERNET



En el sitio www.finpipe.com/intrateswaps.htm encontrará una breve descripción de los swaps de tasas de interés. Los vínculos en el fondo de la pantalla conducen a otras descripciones de productos derivados como swaps de divisas y de otros tipos muy interesantes. Le recomendamos marcar este sitio para consulta posterior. Ahora úselo para comprobar si entiende ambas clases de swaps. Regrese y relea el capítulo 14 en caso de que no comprenda bien las explicaciones.

MINICASO**El swap de divisas en Centralia Corporation**

Εστα εμπρεσα εσταδουνιδενσε φαβριχα πεθυε)οσ ελεχτροδομ<στιχος δε χοχινα. Δεχιδι <χονστρυρεν Ζαραγοζα (Εσπα)α) υνα π<λαντα μανυφαχτυρερα δε συ προπιεδαδ παρα φαβριχαρ ηορνος δε μιχροονδασ ψ π<νδερλος εν λα Υνι <ν Ευροπεα. Χαλχυλα θυε λα π<λαντα χοσταρ< (€355) 5 500 000 ψ θυε ταρδαρ< απροξιμαδαμεντε υν α)ο εν τερμιναρλα. Φινανχιαρ< λα χονστρυχι <ν αλο λαργο δε συ π<δα εχον <μιχα δε 8 α)οσ. Λα χαπαχιδαδ δε φινανχιαμιεντο χρεαδα πορ εστε γαστο δε χαπατ<λ εσ δε Ξ2 900 000; ελ ρεστο χορρεσπονδερ< α χαπατ<λ φινανχιαδο. Λα χομπα<)< α νο εσ μυψ χονοχιδα εν ελ μερχαδο εσπα)ολο ιντερναχιοναλ δε βονοσ; πορ εσο δεβερ< παραρ 7% ανυαλ σι θυιερε οβτενερ ευροσ. Εν χαμβιο, λα τασα νορμαλ εν λα ζονα δελ ευρο εσ δε 6% παρα χομπα<)< ασ βιεν χονοχιδασ ψ δε ριεσγο εθυιπαλεντε. Οτρα οπχι <ν χονσιστε εν οβτενερ δ<λαρεσ εν Εσταδος Υνιδος α υνα τασα δε 8%.

Puntos de análisis

1. Συπογγα θυε υνα μ<λτιναχιοναλ εσπα)ολα τιενε υν προβλεμα ηγαλ αλ αντεριορ ψ νεχεσιτα Ξ2 900 000 παρα φινανχιαρ υν γαστο δε χαπατ<λ δε υνα δε συσ συβσιδιαριασ υβιχαδασ εν Εσταδος Υνιδος. Απεριγ<α θυε δεβε παραρ υνα τασα φιφα δε 9% εν δ<λαρεσ, μιεντρασ θυε πυεδε αδθυιριρ ευροσ α 6%. Σε προνοστιχα υν τιπο δε χαμβιο δε Ξ1.33/€1.00 εν υν α)ο. Οργανιχε υν σ<ωαπ δε δι<πισασ θυε βενεφιχιε α αμβ<οσ.
2. Συπογγα λο σιγνιεντε: υν α)ο δεσπυ<σ δε ινιχιαδο εσε σ<ωαπ εντρε Χεντραλια ψ λα μ<λτινα<χιοναλ εσπα)ολα, λα τασα φιφα δελ δ<λαρ ηα χα<)<δο δε 8 α 6% ψ εν λα ζονα δελ ευρο <στε ηα χα<)<δο δε 6 α 5.5%. Δετερμινε εν δ<λαρεσ ψ εν ευροσ ελ παλορ δε μερχαδο δελ σ<ωαπ σι ελ τιπο δε χαμβιο εσ αηορα Ξ1.3343/€1.00.

15 Inversión en el portafolio internacional

Estructura de la correlación internacional y diversificación del riesgo

Selección del portafolio internacional óptimo (PIO)

Efectos de las fluctuaciones cambiarias

Inversión en bonos internacionales

Fondos mutualistas internacionales: una evaluación del desempeño

Diversificación internacional mediante fondos de países

Diversificación internacional mediante certificados de depósito estadounidenses (ADR)

Diversificación internacional mediante World Equity Benchmark Shares (WEBS)

Diversificación internacional mediante los fondos de cobertura

¿Por qué hay sesgo doméstico en los valores en portafolio?

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: solución para crear el portafolio internacional óptimo

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 15A: inversión internacional con cobertura contra el riesgo cambiario

APÉNDICE 15B: solución del portafolio óptimo

EN AÑOS RECIENTES la inversión en portafolio realizada por individuos e instituciones en acciones, bonos y otros valores internacionales aumentó a un ritmo extraordinario, lo que se supera en volumen de dólares a la inversión extranjera directa de las corporaciones. Como se aprecia, por ejemplo, en la ilustración 15.1, el valor en dólares que los inversionistas estadounidenses destinan a acciones internacionales (certificados de depósitos estadounidenses, ADR, y acciones locales) se ha incrementado de manera constante a partir de un nivel bastante pequeño a principios de la década de 1980 hasta alcanzar 200 mil millones de dólares en 1990 y 2 400 mil millones al final del 2004. La ilustración 15.1 muestra, asimismo, que la proporción de acciones extranjeras en su portafolio creció, a principios de la década de 1980, de 1 a 14% en el 2004 aproximadamente.¹ Si recordamos que esas acciones representan menos del 50% de la capitalización del mercado mundial, es posible que el volumen de la inversión internacional aumente todavía más.

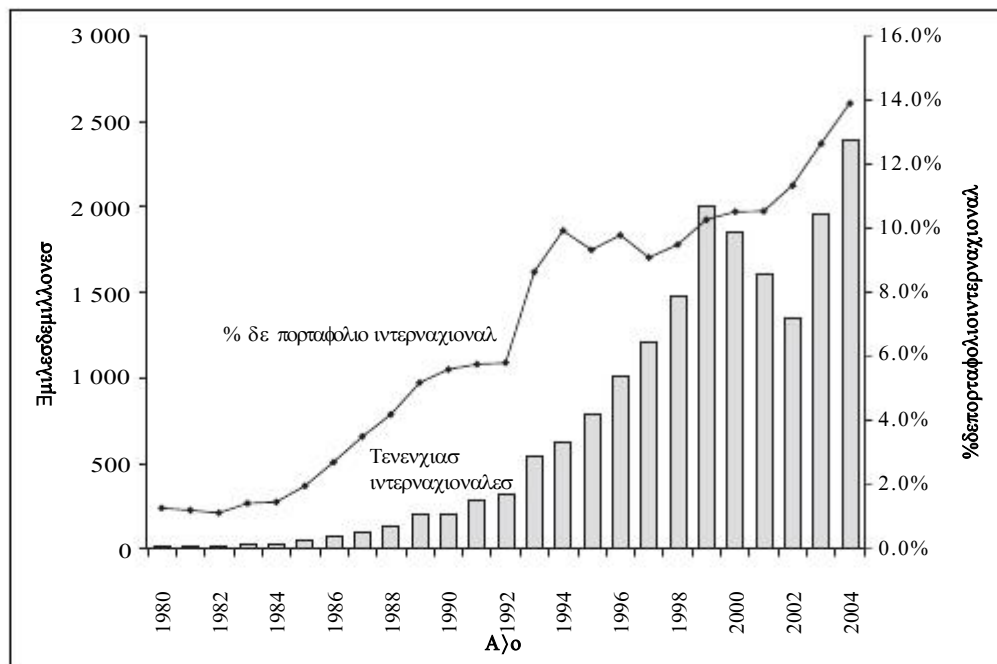
El crecimiento que la inversión en el portafolio internacional registra en los últimos años refleja la globalización de los mercados financieros. En un principio el impulso provino de los gobiernos de los principales países al empezar a desregular los mercados cambiarios y de capitales a fines de la década de 1970. Por ejemplo, en 1979 el Reino Unido dismanteló el sistema de primas por inversión en dólares; Japón por su parte liberalizó el mercado cambiario en 1980, de esta forma se permitió por primera vez a sus residentes invertir libremente en valores extranjeros.² Hasta algunos países en vías de desarrollo como Brasil, India, Corea y México tomaron medidas a fin de permitir a los extranjeros participar en sus mercados de

¹ En el periodo 2000-2002 el valor en dólares de las tenencias en acciones internacionales ha disminuido un poco, lo cual refleja la caída del mercado en el mundo.

² En el sistema de primas de la inversión en dólares los residentes del Reino Unido tenían que pagar una prima sobre el tipo de cambio comercial cuando compraban divisas para invertir en valores internacionales. Eso los desalentaba pues la prima aumentaba el costo de la inversión en portafolio internacional.

ILUSTRACIÓN 15.1

Inversiones de Estados Unidos en acciones internacionales



Φουενη: Τηε Φεδεραλ Ρεσερβε Βοαρδ, *Φλω οφ φονδς αχχουντς οφ τηε Υνιτεδ Στατες* παριος ν |μεροσ.

capital, con el ofrecimiento de fondos del país o con la cotización directa de sus acciones en las bolsas mundiales. Además, los avances recientes en las telecomunicaciones y la tecnología de la computación favoreció a la globalización de las inversiones al facilitar las transacciones y una rápida difusión de información entre los países.

En este capítulo vamos a concentrarnos en los siguientes puntos: (1) por qué los inversionistas diversifican su portafolio en el ámbito mundial, (2) cuánto pueden ganar con ello, (3) los efectos que la fluctuación cambiaria tiene en la inversión del portafolio internacional, (4) si se benefician —y cuánto se benefician— al invertir en fondos mutualistas internacionales procedentes de Estados Unidos y en fondos nacionales, (5) los motivos posibles del “sesgo doméstico” de los valores en portafolio. La explicación que se da de la inversión en portafolio internacional no requiere conocer de antemano la teoría referente a ella.

Estructura de la correlación internacional y diversificación del riesgo

Con una simple observación nos damos cuenta de que los precios de los valores en diferentes naciones no se mueven juntos por mucho tiempo. Esto sugiere que es posible obtener cierto rendimiento sobre la inversión con un menor riesgo cuando ésta se diversifica no a nivel nacional, sino mundial. Los inversionistas diversifican su portafolio internacionalmente por la misma razón que lo hacen en su propio país: reducir el riesgo tanto como sea posible. De acuerdo con un antiguo refrán que dice: “No pongas todos los huevos en una canasta”, la mayoría de las personas sienten aversión por el riesgo y les gustaría eliminarlo al diversificarse. Para ello adquieren valores cuya correlación no sea perfecta. De hecho, cuanto menos correlacionados estén, menor será el riesgo de su portafolio.

Conviene puntualizar un aspecto especial de la **diversificación del riesgo del portafolio**: los rendimientos de los valores están mucho menos correlacionados entre los países que dentro de uno solo. Ello obedece a que algunos factores (económicos, políticos, institucionales y hasta psicológicos) que inciden en el rendimiento tienden a variar mucho entre países, lo que origina una correlación relativamente baja entre los valores internacionales. Por ejemplo, un disturbio político en China puede influir en los rendimientos de las acciones que cotizan en Hong Kong, pero tendrá poco o nulo efecto en las que se cotizan en Finlandia por ejemplo. En cambio, un disturbio político en Rusia podría afectar a los rendimientos de las acciones finlandesas (debido a la contigüidad geográfica y a los vínculos económicos entre ambas naciones), con poco efecto

ILUSTRACIÓN 15.2

Correlaciones entre los rendimientos de acciones internacionales*
(en dólares estadounidenses)

Μερχαδο αχχιοναριο	ΑΥ	ΦΡ	ΑΛΕ	ΘΑΠ	ΠΒ	ΣΥΙ	ΡΥ	ΕΥ
Αυστρολία (ΑΥ)	0.586							
Φρανχια (ΦΡ)	0.286	0.576						
Αλεμανια (ΑΛΕ)	0.183	0.312	0.653					
Θαπ (ν) (ΘΑΠ)	0.152	0.238	0.300	0.416				
Πα΄σες Βαρος (ΠΒ)	0.241	0.344	0.509	0.282	0.624			
Συιζα (ΣΥΙ)	0.358	0.368	0.475	0.281	0.517	0.664		
Ρεινο Υνιδο (ΡΥ)	0.315	0.378	0.299	0.209	0.393	0.431	0.698	
Εσταδος Υνιδος (ΕΥ)	0.304	0.225	0.170	0.137	0.271	0.272	0.279	0.439

*Ααίλυστραχι (νχοντινελασχορρελαχιονεσπρομεδιοπορπαρεσεδελοσρενδιμεντοσινδιπιδυαλεσεδελασχοριονεσενχωδαπα΄σενχασιλλασδιογωναλεσψλασθυεξιςτενταμβι(ν πορπαρεσεντρεπα΄σσε νιασασιλλασφιεραδελαδιογωναλ.λασχορρελαχιονεσσοβτυπερονμεδιαντελοσρενδιμεντοσσεμαναλεσχορρεσπονδιενεσυλπεριοδο1973-1982.

Φουεντε: Χ. Ευν ψ Β. Ρεσνιχ, □Εστιματινγ της χορρελαπιον στρυχωρε οφ ιντερνατιοναλ. σιχαρε πριχεσ, Journal of Finance, διχημβρε 1984, π. 1314.

en los de las acciones de Hong Kong. Además el hecho de que a menudo los ciclos de negocios son asincrónicos en el mundo vienen a reducir aún más la correlación internacional.

Una correlación bastante baja significa que los inversionistas tendrán la capacidad de reducir más el riesgo de su portafolio si se diversifican en el ámbito mundial más que en el nacional. Puesto que la magnitud de las **ganancias de la diversificación internacional** en términos de la reducción del riesgo depende de la **estructura de la correlación internacional**, conviene estudiarla con un enfoque empírico.

La ilustración 15.2 contiene algunos datos históricos referentes a dicha estructura: incluye el promedio de las correlaciones en pares entre los rendimientos de acciones individuales dentro de cada país en la diagonal y el promedio de las correlaciones en pares entre los rendimientos de las acciones entre países fuera de la diagonal. Las correlaciones se expresan en dólares estadounidenses y se calculan con los datos del rendimiento semanal correspondiente al periodo 1973-1982. Como se observa en la ilustración, la correlación promedio en el país para el caso de Alemania es 0.653, la de Japón es 0.416, la del Reino Unido es 0.698 y la de Estados Unidos es 0.439. En cambio, la correlación promedio *entre países* de Estados Unidos es 0.170 con Alemania, 0.137 con Japón y 0.279 con el Reino Unido. La correlación promedio del Reino Unido es 0.299 con Alemania y 0.209 con Japón. Claro que los rendimientos tienden a guardar una correlación mucho menor entre países que en el país.

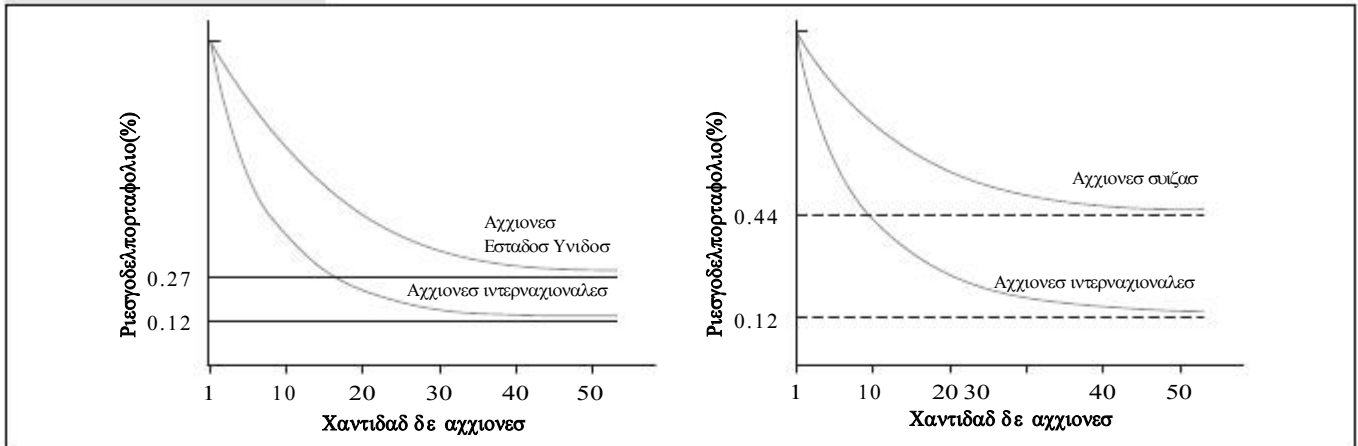
La estructura de la correlación internacional que se aprecia en la ilustración 15.2 indica claramente que la diversificación a nivel mundial puede reducir mucho el riesgo. De acuerdo a Solnik (1974) ése es el caso. La ilustración 15.3 adoptada de su trabajo indica primero que, conforme el portafolio contiene un número creciente de acciones, el riesgo disminuye constantemente hasta que termina convergiendo al **riesgo sistemático** (no diversificable). Es el que permanece aun después de diversificar completamente el portafolio. En esa figura vemos lo siguiente: mientras que un portafolio estadounidense totalmente diversificado entraña 27% del riesgo de una acción típica, otro pero internacional totalmente diversificado entraña apenas 12% del riesgo de una acción típica. En otras palabras, con una diversificación total el portafolio internacional ofrece la mitad del riesgo de uno enteramente estadounidense.

En la ilustración 15.3 se explica la situación desde la perspectiva suiza: un portafolio totalmente diversificado de ese país entraña un riesgo equivalente a 44% de una acción individual típica. Sin embargo, es tres veces más riesgosa que un portafolio internacional bien diversificado. Es decir, gran parte del riesgo sistemático suizo en realidad no lo es (diversificable) al considerarlo como una inversión internacional. Además, en comparación con un inversionista estadounidense, el suizo gana mucho más con la diversificación en un nivel mundial. En resumen, la ilustración 15.3 proporciona una prueba sorprendente que apoya la diversificación internacional frente a la meramente nacional.³

³ En el trabajo de Solnik los portafolios internacionales estaban totalmente cubiertos contra el riesgo cambiario y, por esto, tanto los inversionistas estadounidenses como los suizos enfrentaban el mismo riesgo, debido esencialmente al riesgo del mercado local. Solnik estudió además la diversificación internacional entre países contra la diversificación entre industrias, con la comprobación de que la primera era una estrategia más eficaz.

ILUSTRACIÓN 15.3

Reducción del riesgo: diversificación nacional frente a la internacional*



*Ελ ριεσγο δελ πορταφολιολιο (%) ρεπρεσεντα λα παριανζα δε λοσ ρενδιμιεντοσ διπιδιδοσ εντρε ελ δε υνα αρχι (ν ρεπρεσεντατιπα.

Φυεντε: ιλυστραχι (ν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι (ν δε Φινανχιαλ Αναλυσισ θουρναι, φυλιο-αγοστω, 1974. ♣ 1974, Φινανχιαλ Αναλυσισ Φεδερατιον, Χηαρλοττεσπιλλε, ζΑ. Τοδοσ λοσ δερεχηιοσ ρεσερπωδοσ.

Conviene hacer una advertencia aquí. En algunos trabajos, como el de Roll (1988) y el de Longin y Solnik (1995), se descubrió que los mercados de acciones internacionales tienden a moverse juntos al aumentar la volatilidad del mercado. Según se observó en el desplome del mercado de octubre de 1987, la mayor parte de los mercados de los países desarrollados se derrumbaron al mismo tiempo. Esto arroja dudas sobre los beneficios de la diversificación internacional, pues los inversionistas la necesitan precisamente cuando los mercados son turbulentos. Sin embargo, podríamos afirmar que sí se benefician a menos que liquiden su portafolio durante esos periodos. Más aún, Solnik y Roulet (2000) comprobaron que la correlación promedio de 15 grandes mercados accionarios con los del mundo aumentó 10% aproximadamente durante el periodo 1971-1998. Aunque la correlación posiblemente se haya intensificado en los últimos años, los valores muestran menos correlación entre las naciones que dentro de ellas.

Selección del portafolio internacional óptimo

www.msci.com/equity/index.html

Este sitio ofrece una amplia cobertura de los mercados de acciones internacionales, entre otras cosas series de tiempo históricas de los principales índices del mundo.

Un inversionista racional antes de escoger un portafolio tiene en cuenta los rendimientos, lo mismo que el riesgo. Quizá esté dispuesto a correr un riesgo mayor si espera un rendimiento más alto que lo compense. Ahora ampliamos nuestro análisis para hablar de ambos. Primero examinaremos las características del binomio riesgo-rendimiento en los principales mercados accionarios del mundo para evaluar luego las ganancias procedentes de **portafolios internacionales óptimos**.

En la ilustración 15.4 se incluyen estadísticas sucintas de los rendimientos mensuales —en dólares estadounidenses— de los 12 mercados más importantes durante el periodo 1980-2001.⁴ Vamos a examinar primero el coeficiente de correlación de esos mercados. La correlación del mercado de Estados Unidos con otro extranjero fluctúa entre 0.29 con Italia y 0.74 con Canadá. Además de Canadá los mercados holandés e inglés muestran una correlación bastante alta: 0.62 y 0.58, respectivamente con el mercado de Estados Unidos. De hecho, el mercado holandés presenta una correlación bastante alta con muchos mercados; por ejemplo, 0.70 con el de Inglaterra y 0.71 con el de Alemania, probablemente por un alto grado de internacionalización de su economía. En cambio, los mercados italiano y japonés tienden a tener baja correlación con otros. En términos generales los países vecinos como Canadá y Estados Unidos, así como

⁴ Las estadísticas de la ilustración 15.4 se obtuvieron de los rendimientos de los índices Morgan Stanley Capital International (MSCI) y no las acciones individuales.

ILUSTRACION 15.4 Estadística sucinta del rendimiento mensual de 12 grandes mercados accionarios: ene. 1980 - dic. 2001 (en dólares estadounidenses)

Μεγαδοσασχιοναριο	Χοφιογιεντεσδεχορρελαχι | ν												Μεδια (%)	Δε δεσμι- πελο (%)	α	ΣΗΔβ (Αυγαρ)	
	ΑΥΣ	ΧΑΝ	ΦΡΑ	ΑΛΕ	ΗΚ	ΙΤΑ	ΘΑΠ	ΠΒ	ΣΥΕ	ΣΥΙ	ΡΥ						
Αυστραλία(ΑΥ)													1.05	7.07	0.94	0.071	(10)
Χαναδ(ΧΑΝ)	0.60												0.88	5.78	0.99	0.057	(11)
Φραγγια(ΦΡΑ)	0.37	0.46											1.19	6.29	1.00	0.102	(6)
Αλεμανια(ΑΛΕ)	0.34	0.42	0.69										1.09	6.26	0.91	0.086	(9)
Ηονγκονγ(ΗΚ)	0.46	0.47	0.31	0.36									1.53	9.58	1.10	0.102	(6)
Ιταλια(ΙΤΑ)	0.25	0.35	0.50	0.43	0.29								1.26	7.62	0.89	0.093	(8)
Θαπ | ν(ΘΑΠ)	0.33	0.33	0.41	0.33	0.26	0.37							0.91	6.99	1.20	0.052	(12)
Παλ | σεσΒαφοσ(ΠΒ)	0.44	0.58	0.66	0.71	0.47	0.44	0.42						1.38	5.15	0.92	0.161	(1)
Σβεχια(ΣΥΕ)	0.44	0.49	0.49	0.54	0.39	0.44	0.39	0.54					1.71	7.28	1.08	0.159	(3)
Συτζα(ΣΥΙ)	0.38	0.46	0.61	0.67	0.34	0.35	0.41	0.70	0.49				1.13	5.40	0.85	0.107	(5)
Ρεινο Υνδο(ΡΥ)	0.54	0.57	0.57	0.50	0.48	0.38	0.42	0.70	0.51	0.59			1.23	5.55	0.98	0.123	(4)
Εσταδοσ Υνδοσ(ΕΥ)	0.47	0.74	0.50	0.45	0.41	0.29	0.31	0.62	0.49	0.51	0.58		1.26	4.43	0.86	0.160	(2)

^a βδονοταελριεσγοσστατε(τιχο(βετα)δελ | νδιγδελεμεγαδοσασχιοναριοδαντα | σρεσπεχτοαλ | νδιγδελεμεγαδοσασχιοναριομνδιαλ.

^β ΣΗΔεσλαμεδια Σηαρπεδελδεσμιπε)οθνεσ(Ρ | Ρ) | ε δονδε Ρηγς συν.ρεσπεχτιπομενε.λαμεδιαηλαδεσπιαχι | νεσ(νδωρδελοσρενδμιεντοσενελ | σιμομερζαδο.Ελλυγαρδελοσμερζαδοσσεγ | νεσταμεδια, ΣΗΔ,σεδιαεντρεπαρ | νεσσισ.Αιατασμεσναλδαντερη | σλιβρεδεριεσσοσ(Ρ)εσ0.55%(θερεπρεσενταλ.αιατασμεσναλδελ.οσβονοσδελ.ΤεσοροδεΕσταδοσ Υνδοσ(Τ-βιλλ)δωρα.νεελεπεριοδομνεστα.1980-2001.

Φυενε:λοσρενδμιεντοσδελ.οσ | νδιγδελεΜΣΧεστομερονδε.Αιατασ.τρεμ.

Alemania y Suiza tienden a ofrecer una elevada correlación de ese tipo, atribuible muy probablemente a un alto grado de interdependencia.

La ilustración 15.4 contiene la media y la desviación estándar (DE) de los rendimientos mensuales y la medición de la beta mundial para cada mercado. La **beta mundial** es un parámetro que mide la sensibilidad de un mercado nacional ante los movimientos del mercado mundial.⁵ Los mercados accionarios nacionales presentan características sumamente individualizadas de riesgo-rendimiento. El rendimiento medio mensual oscila entre 0.88% (10.56% anual) en Canadá y 1.71% (20.52% anual) en Suecia; por su parte, la desviación estándar oscila entre 4.43% en Estados Unidos y 9.58% en Hong Kong. Japón posee la medida beta más grande del mundo, 1.20; Estados Unidos la más baja, 0.86. Ello significa que el mercado accionario del Japón es el más sensible a las fluctuaciones del mercado mundial y que el estadounidense es el menos sensible.

En la ilustración 15.4 se incluyen las medidas del desempeño histórico de los mercados accionarios nacionales:

$$\text{SHP} = (\bar{R}_i - R_f) / \sigma_i \quad (15.1)$$

donde \bar{R}_i y σ_i son, respectivamente, la medida y la desviación estándar de los rendimientos; R_f es la tasa libre de riesgo. Esa expresión, conocida con el nombre de **medida Sharpe del desempeño (SHD)**, es una medida “ajustada por riesgo”. Ésta representa el exceso de rendimiento (por arriba y más allá de la tasa libre de riesgo) por riesgo de la desviación estándar. En la ilustración 15.4 se calcula usando la tasa mensual de los bonos del Tesoro de Estados Unidos como una aproximación (proxy) de la tasa libre de riesgo.

La medida Sharpe del desempeño calculada en nuestro periodo muestra (1980-2001) fluctúa de 0.052 en Japón y de 0.057 en Canadá hasta 0.160 en Estados Unidos y 0.161 en Países Bajos. El mercado alemán logró el mejor desempeño, seguido de cerca por el de Estados Unidos y Suecia. El desempeño del mercado estadounidense obedece sobre todo a un riesgo bajo. El excelente rendimiento del mercado canadiense puede atribuirse a esa misma causa. En forma análoga, el desempeño deficiente de Japón se debe principalmente a un rendimiento promedio bajo, el cual a su vez refleja el prolongado estancamiento de su economía desde comienzos de la década de 1990. El mercado alemán también obtuvo un magnífico desempeño, por lo que ocupó el décimo sitio en la medida Sharpe del desempeño. El mercado del Reino Unido logró un nivel satisfactorio —cuarto lugar— gracias a un rendimiento promedio respetable combinado con un riesgo relativamente bajo. Hong Kong ocupa el segundo lugar (1.53% mensual) en rendimiento promedio después de Suecia, pero por su altísimo riesgo ocupa el sexto en la medida Sharpe, de esta forma empatando con Francia.

Con los datos del desempeño histórico presentados en la ilustración 15.4, podemos determinar la composición del portafolio óptimo desde la perspectiva de los inversionistas estadounidenses (o basada en dólares estadounidenses).⁶ La ilustración 15.5 muestra la selección del portafolio óptimo. Los resultados se incluyen en la ilustración 15.6. Como se aprecia en la penúltima columna, su portafolio óptimo abarca lo siguiente:

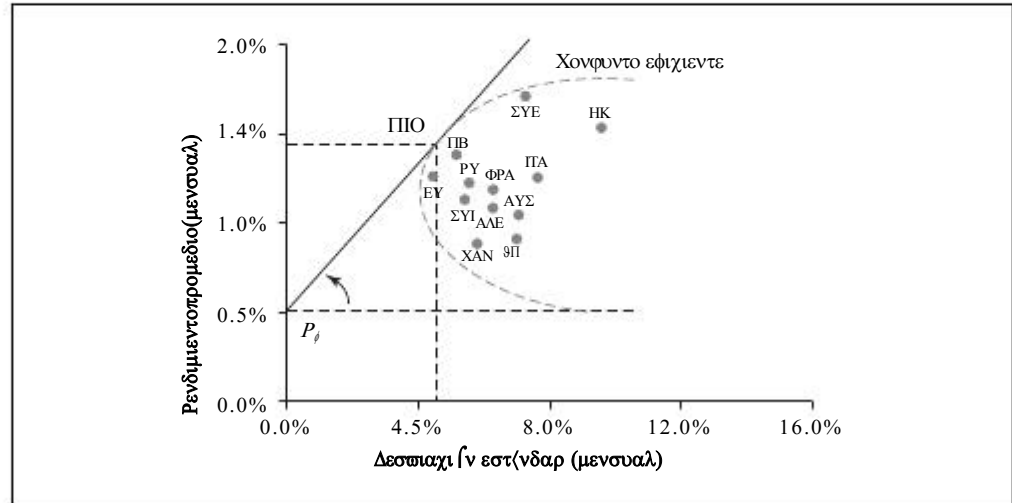
Μερχαδο δε Ηογγ Κογγ	1.61%
Μερχαδο ιταλιανο	1.14%
Μερχαδο ηολανδισ	29.96%
Μερχαδο συεχο	26.45%
Μερχαδο εσταδουνιδενσε	40.84%
Τοταλ	100.00%

⁵ Desde el punto de vista formal, la beta mundial se define como $b_i = S_{iW} / S_W^2$, donde S_{iW} es la covarianza entre los rendimientos del mercado i -ésimo y el índice del mercado mundial y donde S_W^2 es la varianza del rendimiento de este último. Por ejemplo, si la beta mundial de un mercado es 1.2, significa que el mercado sube o baja 1.2% a medida que el mercado mundial sube o baja 1%.

⁶ El portafolio internacional óptimo puede obtenerse al maximizar la razón Sharpe, esto es, $\text{SHD} = [E(R_p) - R_f] / \sigma_p$, respecto a los pesos del portafolio. Consulte una exposición más amplia en el apéndice 15B.

ILUSTRACIÓN 15.5

Selección del portafolio internacional óptimo (PIO)



En ella los inversionistas estadounidenses destinan la mayor parte, 40.84%, de sus fondos al mercado nacional; vienen luego los de Holanda y Suecia. Los de Hong Kong e Italia reciben porcentajes relativamente pequeños. Siete mercados —Australia, Canadá, Francia, Alemania, Japón, Suiza y Reino Unido— no se incluyen en el portafolio óptimo.

En forma parecida podemos obtener la composición del portafolio óptimo desde la perspectiva de cada inversionista. Puesto que las características de riesgo-rendimiento de los mercados accionarios dependen de la moneda con que se mida el rendimiento, la composición del portafolio internacional óptimo variará también entre los inversionistas nacionales en función de la moneda usada como numerario. La ilustración 15.6 contiene la composición del portafolio óptimo desde el punto de vista del inversionista nacional.

Por ejemplo, el PIO de los inversionistas del Reino Unido (o basado en la libra esterlina) comprende Países Bajos (43.49%), Suecia (33.18%), Estados Unidos (2.35%) y Reino Unido (20.98%). A semejanza de los inversionistas estadounidenses, los ingleses destinan un parte considerable de sus fondos al mercado nacional, en parte porque no está expuesto a las fluctuaciones cambiarias y, por lo mismo, el riesgo es menor. En la ilustración se advierte claramente que los tres mercados de mejor desempeño (Países Bajos, Suecia y Estados Unidos) son lo que están más representados en el portafolio óptimo. De hecho, aparecen en todos y reciben los más altos porcentajes. Por el contrario, los de Canadá, Francia y Alemania no están incluidos en ninguno de ellos. En cambio, los de Hong Kong e Italia sí están incluidos en algunos con porcentajes relativamente bajos.

La última columna de la ilustración 15.6 muestra la composición del portafolio óptimo en función de la moneda local, que se construyó prescindiendo de las fluctuaciones cambiarias. Es el portafolio óptimo que se habría conseguido en caso de que el tipo de cambio hubiera permanecido inalterado. Eso nos permite determinar el efecto que las fluctuaciones cambiarias tienen en la composición de un portafolio internacional.

El portafolio internacional óptimo en moneda local comprende a Australia (1.22%), Hong Kong (3.62%), Italia (11.05%), Países Bajos (19.87%), Suecia (39.66%), Reino Unido (8.57%) y Estados Unidos (16.01%). Es interesante señalar que el Reino Unido se encuentra en este portafolio de moneda local, pero no en el de los inversionistas denominado en dólares estadounidenses. Ello significa que el débil desempeño de la libra esterlina frente al dólar estadounidense debería ser la causa de que el mercado inglés sea excluido del portafolio óptimo de los estadounidenses. En cambio, el marco suizo no se incluye en el portafolio internacional óptimo en moneda local, pero sí en algunos de inversionistas nacionales (entre ellos alemanes y holandeses). La inclusión se debe tal vez al sólido desempeño del franco suizo más que a su mercado accionario.

Una vez obtenidos los portafolios internacionales óptimos, podemos evaluar las ganancias que reditúan en comparación con portafolios totalmente nacionales. Las ganancias de las

Composición del portafolio internacional al óptimo por domicilios de los inversionistas
(periodo de tenencia: 1980-2001)

Μεραδοαρχιοναριο	Δεσδελαπερσπεχετιπαδελοσινπερστονιστασχοηδομηγλιουεν												
	ΑΥΣ	ΧΑΝ	ΦΡΑ	ΑΛΕ	ΗΚ	ΙΤΑ	ΘΑΠ	ΙΠΒ	ΣΥΕ	ΣΥΙ	ΡΥ	ΕΥ	ΜΛα
Αυστραλι	0.1178												0.0122
Χαναδ(
Φρανχι													
Κλεμανια													
ΗονγκΚονγ	0.0533	0.0331			0.0696		0.0447		0.0209			0.0161	0.0362
Ιταλι		0.0262				0.0510	0.0472		0.0380			0.0114	0.1105
Θαπ | ν													
Παί σσεΒαφο	0.2679	0.2853	0.6242	0.6193	0.3219	0.5541	0.4777	0.6081	0.4575	0.5508	0.4349	0.2996	0.1987
Σβεχια	0.3036	0.2392	0.3078	0.2541	0.3000	0.3546	0.3560	0.2571	0.2806	0.2618	0.3318	0.2645	0.3966
Συιζα			0.0195	0.0742				0.0776	0.0362	0.1813			
ΡεινοΥνιδο									0.0465		0.2098		0.0857
ΕσταδοσΥνιδοσ	0.2574	0.4162	0.0484	0.0523	0.3085	0.0403	0.0744	0.0573	0.1202	0.0061	0.0235	0.4084	0.1601
Τοτα	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Τλσλαλιβρεδεριεσγιο(%)β	0.8145	0.6858	0.7447	0.4945	0.8005	0.9835	0.3486	0.5112	0.6902	0.3704	0.7651	0.5502	0.5502

* Ααχολ υναδελαιμονεδλαγαλ(ΜΛ)ιηγλυμελαχοιμποσχι (νδελπορταφολιοντερναχιοναλι Γετιμοσιντενερενεγαλασφλυγυεχιονεσχοιμβιαριασ

β Λατασλαιβρεδεριεσγιοδενοταλατασπαρομειοθυεοβτιενελοσινπερστονιστασρεσσιδεντεσενελεπαί σχορρεσποηδιεντεδυνατελελεπεριοδο1980-2001. Εστι(ρεπερσενηταδαπορλατασμεσυναλδελασβονοσδελαΓεσσορερ) αο πορλατασαδεντερπ| σενευρομονεδασ.

ILUSTRACION 15.7 Ganancias de la diversificación internacional por domicilios del inversionista (rendimientos mensuales: 1980-2001)

Δομολογία διελκυστήρων	Πορταφολιόνια			Πορταφολιόνια			Γαλλία			
	Μέσος	ΔΕ(%)	ΣΗΔ	Μέσος	ΔΕ(%)	ΣΗΔ	Μέσος	ΔΕ(%)	ΣΗΔ	
Αλμπανία	1.14	5.85	0.111	1.59	5.02	0.218	0.107	(96)	0.63	(7.56)
Αυστραλία	1.25	5.72	0.076	1.76	4.67	0.202	0.126	(186)	0.72	(8.64)
Βέλγιο	0.96	5.12	0.054	1.54	4.16	0.205	0.151	(280)	0.77	(9.24)
Εσθονία	1.26	4.43	0.161	1.42	4.51	0.193	0.032	(20)	0.14	(1.68)
Γαλλία	1.40	5.93	0.110	1.76	5.24	0.194	0.084	(76)	0.50	(6.00)
Γερμανία	1.68	9.27	0.095	1.63	4.68	0.178	0.083	(87)	0.77	(9.24)
Γουαταμόλι	1.62	7.49	0.086	1.92	5.25	0.178	0.092	(107)	0.69	(8.28)
Γουαταμόλι	0.60	5.61	0.045	1.31	5.35	0.179	0.134	(298)	0.75	(9.00)
Γουαταμόλι	1.49	5.09	0.191	1.60	5.03	0.216	0.025	(13)	0.13	(1.56)
Γουαταμόλι	1.36	4.85	0.122	1.67	5.01	0.180	0.058	(48)	0.28	(3.36)
Γουαταμόλι	2.06	7.26	0.188	1.85	4.82	0.241	0.053	(28)	0.38	(4.56)
Γουαταμόλι	1.12	4.89	0.154	1.51	5.20	0.219	0.065	(42)	0.32	(3.84)

* Εάν μέρος της παρτίδας περιλαμβάνει πορταφολιόνια, μετράει το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ) με βάση το μέσο ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΠΤΜ) και το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ/ΣΗΔ(ΠΤΜ)). 100, όπου δεικνύει το ποσοστό των πορταφολιόνιων.

† Εστιασμένα πορταφολιόνια, μετράει το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ) με βάση το μέσο ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΠΤΜ) και το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ/ΣΗΔ(ΠΤΜ)).

‡ Εστιασμένα πορταφολιόνια, μετράει το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ) με βάση το μέσο ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΠΤΜ) και το ποσοστό των πορταφολιόνιων (ΣΗΔ/ΣΗΔ(ΠΤΜ)).

primeras se miden en dos formas: (1) el aumento de la medida Sharpe del desempeño y (2) el incremento en su rendimiento en un equivalente nivel de riesgo nacional. El incremento en la medida Sharpe del desempeño (DSHD) se expresa en la diferencia de la razón Sharpe entre el portafolio internacional óptimo (PIO) y el portafolio nacional (PN):

$$\text{SHD} = \text{SHD}(\text{PIO}) - \text{SHD}(\text{PN}) \quad (15.2)$$

SHD representa el rendimiento adicional acumulado por unidad de riesgo de desviación estándar de la inversión internacional. En cambio, el incremento del rendimiento en un nivel de riesgo “nacional equivalente” se mide por la diferencia de rendimiento entre el portafolio nacional y el internacional que tiene el mismo nivel riesgo. Este rendimiento adicional, \bar{R} , que se acumula de la inversión internacional a un nivel de riesgo equivalente, se calcula al multiplicar SHD por la desviación estándar del portafolio nacional:

$$\bar{R} = (\text{SHD})(S_{\text{PN}}) \quad (15.3)$$

La ilustración 15.7 incluye ambas medidas de las ganancias provenientes de la inversión internacional desde el punto de vista de los inversionistas nacionales. Analicemos primero los resultados desde la perspectiva de los inversionistas estadounidenses. Como se observa en el último renglón, el portafolio internacional óptimo produce un rendimiento promedio de 1.42% mensual y una desviación estándar de 4.51%; el portafolio nacional genera un rendimiento promedio de 1.26% y una desviación estándar de 4.43%. En consecuencia, el PIO tiene un rendimiento mucho más elevado, pero a un riesgo ligeramente mayor que el portafolio nacional. Por lo tanto, la medida Sharpe del desempeño aumenta de 0.161 a 0.193, esto es un incremento de 20%. De manera alternativa, los inversionistas estadounidenses pueden conseguir un rendimiento adicional de 0.14% mensual, o 1.68% anual, si mantienen un portafolio internacional en el nivel de riesgo equivalente al nacional, es decir, en una desviación estándar de 4.43%.

Las ganancias procedentes de la diversificación del portafolio internacional son mucho más altas para algunos inversionistas nacionales, especialmente los australianos, canadienses, italianos y japoneses. Por ejemplo, estos últimos están en condiciones de aumentar la razón Sharpe en más de 100%. Los japoneses por ejemplo pueden hacerlo casi en 300% u obtener un rendimiento adicional de 9.0 anual en el nivel de riesgo equivalente del Japón, con sólo conservar su portafolio internacional óptimo. En la ilustración 15.7 vemos que las ganancias provenientes de la diversificación del portafolio internacional son bastante modestas en Países Bajos, Suecia, Reino Unido y Estados Unidos. En su conjunto los datos de la ilustración 15.7 indican que, sin importar el domicilio ni la moneda de denominación, los beneficios potenciales que esta clase de diversificación aporta a los inversionistas son variables.⁷

Efectos de las fluctuaciones cambiarias

El rendimiento en dólares que un residente estadounidense obtiene en un mercado extranjero dependerá no sólo de los rendimientos del mercado extranjero, sino también de la fluctuación cambiaria entre ambas divisas. Por consiguiente, el éxito de la inversión extranjera dependerá del desempeño tanto del mercado de valores internacionales como del mercado cambiario.

⁷ Al analizar las ganancias de la inversión internacional implícitamente se supuso que el riesgo de las fluctuaciones cambiarias recaería totalmente en el inversionista. Como veremos luego, puede cubrirse entre otras cosas mediante contratos cambiarios a plazo (forward) que le permiten acrecentar las ganancias. También se señaló que los análisis anteriores son estrictamente *a posteriori*, en el sentido de que se supone que los inversionistas conocen las características del riesgo-rendimiento de los valores. En realidad habrá de estimarlas y los errores de cálculo pueden llevar a asignar los fondos en una forma ineficiente.

ILUSTRACIÓN 15.8

Descomposición de la varianza de los rendimientos de valores internacionales en dólares estadounidenses^a (datos mensuales: ene. 1978-dic. 1989)

	ζαρ(P_A)	Χομπονεντες δε ζαρ (P_A) ^β			
		ζαρ(P_i)	ζαρ(e_i)	2Χωσ(P_i, e_i)	ζαρ
Βοσος					
Αλεμανια	21.53	2.59 (12.03%)	13.84 (64.28%)	4.91 (22.81%)	0.19 (0.88%)
Χαναδζ	15.29	10.82 (70.76%)	1.72 (11.25%)	2.67 (17.46%)	0.08 (0.52%)
Εσταδος Υνιδος	10.24	10.24 (100.00%)	0.00 (v.α.)	0.00 (v.α.)	0.00 (v.α.)
Φρανζια	16.48	2.82 (17.11%)	12.74 (77.31%)	0.60 (3.64%)	0.32 (1.94%)
Θαπίν	24.70	3.03 (12.27%)	15.13 (61.26%)	6.09 (24.66%)	0.45 (1.82%)
Συιζα	21.16	1.14 (5.39%)	17.64 (83.36%)	2.34 (11.06%)	0.04 (0.19%)
Ρεινο Υνιδο	27.67	8.88 (32.09%)	12.39 (44.78%)	6.08 (21.97%)	0.32 (1.16%)
Αχχιονες					
Αλεμανια	43.82	29.27 (66.80%)	13.84 (31.58%)	0.00 (0.00%)	0.71 (1.62%)
Χαναδζ	37.70	30.58 (81.11%)	1.72 (4.56%)	5.37 (14.24%)	0.03 (0.08%)
Εσταδος Υνιδος	21.16	21.16 (100.00%)	0.00 (v.α.)	0.00 (v.α.)	0.00 (v.α.)
Φρανζια	59.75	43.03 (72.02%)	12.74 (21.32%)	3.75 (6.28%)	0.23 (0.38%)
Θαπίν	41.47	19.45 (47.24%)	15.13 (36.48%)	5.83 (14.06%)	1.06 (2.56%)
Συιζα	34.81	20.07 (57.66%)	17.64 (50.68%)	3.76 (210.80%)	0.86 (2.47%)
Ρεινο Υνιδο	40.96	29.27 (71.46%)	12.39 (30.25%)	1.52 (23.71%)	0.82 (2.00%)

^a Λας παριανχιας δε πορταφολιο σε χαλχυλαν μεδιαντε λος ρενδιμιεντος πορχεντοαλες μενσואλες.

^β Εντρε παρίντες σε δαν λας χοντριβυχιονες ρελατιπας θυε λος χομπονεντες ινδιπιδουαλες ηαχεν αι ριεσγο total δελ πορταφολιο.

Φουεντε: Ιλουστραχι ίν ρειμπρεσα χον ατοριζαχι ίν δε Χ. Ευν ψ Β. Ρεσνιζκ, □Ιντερνατιοναλ διπερσιφχαπιον οφ ινβεςτιμεντ πορταφολιος: Υ.Σ. ανδ φατανανσε περσπεχτιβες □, Μαν-αγεμεντ Σχιενχε, πολ. 40, ν |μ. 1, ενερο 1994. ♣ 1994, Τη Ινστιτυτε οφ Μαναγεμεντ Σχιενχιεσ (αχτυαλμεντε ΙΝΦΟΡΜΣ), 290 Ωεστιμινστερ Στρεετ, Προσιδενζε, ΡΙ 02903 Εσταδος Υνιδος.

En términos formales, la tasa de rendimiento en dólares de invertir en el i -ésimo mercado internacional, $R_{i\$}$, está dada por

$$R_{i\$} = (1 + R_i)(1 + e_i) - 1 \quad (15.4)$$

donde R_i es la tasa de rendimiento en moneda local procedente del i -ésimo mercado internacional y e_i es la tasa de cambio en el tipo de cambio entre la moneda local y el dólar; e_i será positivo (negativo) si la moneda extranjera se aprecia (deprecia) frente al dólar. Supongamos que un residente estadounidense acaba de vender acciones de British Petroleum (BP) compradas un año antes y que su precio aumentó 15% respecto a la libra esterlina ($R = 0.15$), mientras que ésta se depreció 5% frente al dólar en un año ($e = 0.05$). Entonces la tasa de rendimiento en dólares que genera la inversión se calculará así: $R_{i\$} = (1 + 0.15)(1 + 0.05) - 1 = 0.0925$, o sea 9.25%.

La expresión anterior sugiere que las fluctuaciones cambiarias inciden en el riesgo de una inversión internacional así:

$$\text{Var}(R_{i\$}) = \text{Var}(R_i) + \text{Var}(e_i) + 2\text{Cov}(R_i, e_i) + \text{Var} \quad (15.5)$$

donde el término Var representa la contribución del término del producto cruzado, $R_i e_i$, al riesgo de la inversión. En caso de que el tipo de cambio no tenga incertidumbre sólo el término, $\text{Var}(R_i)$, permanecería en el lado derecho de la ecuación. La ecuación 15.5 demuestra que las fluctuaciones cambiarias intensifican el riesgo de la inversión internacional mediante tres vías:

1. Su propia volatilidad, $\text{Var}(e_i)$.
2. Su covarianza con los rendimientos del mercado local, $\text{Cov}(R_i, e_i)$.
3. La contribución del término del producto cruzado, Var .

En la ilustración 15.8 la varianza de los rendimientos en dólares se desglosa en varios componentes tanto de los mercados accionarios como de bonos en seis de los países más importantes: Canadá, Francia, Alemania, Japón, Suiza y Reino Unido. Examinemos primero el caso del mercado de bonos. La ilustración muestra claramente que una gran parte del riesgo de invertir en bonos surge de la incertidumbre del tipo de cambio. Supongamos que invertimos en un bono del Reino Unido, como se observa en la ilustración, la varianza de sus rendimientos es apenas 8.88 (el porcentaje al cuadrado) medido en libras esterlinas, pero llega a 27.67 (el porcentaje al cuadrado) medido en dólares. Este incremento de la volatilidad se debe a la volatilidad del tipo de cambio, $\text{Var}(e_t) = 12.39$, lo mismo que a su covarianza con los rendimientos del mercado local de bonos: $2\text{Cov}(R_i, e_i) = 6.08$. Como cabe suponer, el término del producto cruzado contribuye poco. El marco suizo ofrece un ejemplo extremo: los rendimientos del mercado local de bonos representan apenas 5.39% de la volatilidad del rendimiento en dólares. Ello significa que la inversión en bonos suizos equivale mucho a hacerlo en la moneda de ese país.

Con la excepción de Canadá, la volatilidad del tipo de cambio es mucho mayor que la del mercado de bonos. Sin excepción, las fluctuaciones cambiarias muestran una covariación *positiva* con los rendimientos del mercado local de bonos. La evidencia empírica concerniente a los mercados de bonos indica que es indispensable controlar el riesgo cambiario si queremos mejorar la eficiencia de los portafolios internacionales de bonos.

En comparación con el mercado de bonos, el riesgo de invertir en un mercado extranjero de acciones es en gran medida atribuible a la incertidumbre cambiaria. Una vez más suponga que invertimos en el mercado del Reino Unido. Su varianza es de 29.27 (el porcentaje al cuadrado) en libras esterlinas, pero aumenta a 40.96 (el porcentaje al cuadrado) al medirla en dólares de Estados Unidos. La volatilidad de los rendimientos en el mercado local representa 71.46% de la volatilidad del rendimiento en dólares del mercado accionario del Reino Unido. Por el contrario, la volatilidad cambiaria representa 30.25% de la varianza del rendimiento en dólares, una proporción todavía significativa. Un dato interesante: el tipo de cambio covaría negativamente con los rendimientos del mercado accionario local, compensando en parte el efecto de la volatilidad del tipo de cambio. En la ilustración 15.8 se indica que aunque el tipo de cambio es un poco menos volátil que los rendimientos del mercado accionario, contribuirá de manera importante al riesgo de la inversión en acciones internacionales.

Inversión en bonos internacionales

El mercado mundial de bonos se parece en cuanto al valor de capitalización al mercado mundial de acciones; pero hasta ahora no ha recibido la misma atención en la literatura dedicada a la inversión internacional. Al menos en parte se debe a la percepción de que ante el riesgo cambiario no es fácil obtener ganancias importantes con la diversificación de bonos internacionales. Vale la pena analizar el tema y determinar si la percepción se justifica o no.

En la figura 15.9 se ofrecen estadísticas concisas de los rendimientos mensuales —en dólares de Estados Unidos— sobre los índices de bonos gubernamentales a largo plazo en siete importantes países: Canadá, Francia, Alemania, Japón, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos. También muestra la composición del portafolio internacional óptimo (en dólares) de los inversionistas estadounidenses. Note que los mercados europeos presentan una correlación muy elevada. Por ejemplo, la del mercado alemán es 0.89 con los mercados francés y suizo, mientras que la existente entre los mercados francés y suizo es 0.81. Esas altas correlaciones reflejan el hecho de que en conjunto estas monedas europeas flotan frente al dólar.

En el portafolio internacional óptimo, los bonos de Estados Unidos reciben la mayor ponderación positiva, seguidos por los de Francia y Japón. En cambio, los bonos suizos reciben una ponderación negativa, lo cual significa que los inversionistas estadounidenses deberían haberse financiado con francos suizos. El portafolio óptimo tiene un rendimiento promedio mensual de 1.06% y una desviación estándar de 3.15%, lo que genera así una medida Sharpe de desempeño de 0.337. Considerando que los bonos de Estados Unidos tienen un rendimiento promedio de 0.86% y una desviación estándar de 3.20%, y una medida Sharpe de 0.269, los inversionistas estadounidenses pudieron haberse beneficiado un poco manteniendo un portafolio óptimo de bonos internacionales.

ILUSTRACIÓN 15.9

Estadísticas sucintas de los rendimientos mensuales de bonos y la composición del portafolio internacional óptimo de bonos
 (en dólares de Estados Unidos: ene.-19782 dic.-1989)

Μερχαδο δε βονοσ	Χοεφιχιεντε δε χορρελαχι ἴν						Μεδια (%)	ΔΕ (%)	ΣΗΔ	Πορταφολιο ιντερναχιοναλ ἴπιτιμο ^α (πεσο)
	ΧΑΝ	ΦΡΑ	ΑΛΕ	ΘΑΠ	ΣΥΙ	ΡΥ				
Αλεμανια (ΑΛΕ)	0.40	0.89					0.79	4.64	0.170	0.0204
Χαναδζ (ΧΑΝ)							0.88	3.91	0.225	0.0218
Εσταδοσ Υνιδοσ (ΕΥ)	0.76	0.30	0.35	0.27	0.30	0.33	0.86	3.20	0.269	0.6254
Φρανγια (ΦΡΑ)	0.36						0.83	4.06	0.204	0.4488
Θαπ ἴν (ΘΑΠ)	0.27	0.68	0.64				1.07	4.97	0.215	0.2838
Συιζα (ΣΥΙ)	0.34	0.81	0.89	0.66			0.55	4.60	0.120	0.4896
Ρεινο Υνιδο (ΡΥ)	0.40	0.52	0.56	0.51	0.54		0.94	5.26	0.179	0.0895

^α Ει πορταφολιο ιντερναχιοναλ ἴπιτιμο δε βονοσ σε οβτιενε περιμιενδο πεντασ εν χορτο ψ χον ελ στυπεστο δε υνα τασα μενσυαλ χορο λἴβρε δε ριεσγο. Γενερα υν ρενδιμιεντο προμεδιο δε 1.06% μενσυαλ ψ υνα δεσπιαχι ἴν εστ(νδαρ (ΔΕ) δε 3.15%, χον υνα ραζ ἴν Σηαρτε (ΣΗΔ) δε 0.337.

Φυεντε: Ιλουτραχι ἴν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι ἴν δε Χ. Ευν ψ Β. Ρεσνιχκ, □ Ιντερναχιοναλ διαρεσφιχασιον οφ ινθεστμεντ πορταφολιοσ: Υ.Σ. ανδ φαπανεσε περσπεχιτιβεσ □ Μαιναγεμεντ Σχιενχεσ, πολ. 40, ν ἴμ 1, ενερο 1994. ▼ 1994, Τηε Ινστιτυτε οφ Μαιναγεμεντ Σχιενχεσ (αχτυαλἴμεντε ΙΝΦΟΡΜΣ).

El predominio del riesgo cambiario en la inversión en bonos internacionales sugiere la posibilidad de aumentar las ganancias por medio de la diversificación, cuando se logra controlar el riesgo. Las investigaciones recientes muestran efectivamente que cuando los inversionistas controlan el riesgo cambiario mediante contratos cambiarios a plazo (forward), mejorará sustancialmente la eficiencia del portafolio. Así, Eun y Resnick (1994) demuestran que, si hay cobertura contra el riesgo cambiario, entonces los portafolios de bonos internacionales tienden a dominar a los portafolios internacionales de acciones en términos de eficiencia riesgo-rendimiento.⁸

Con el advenimiento del *euro* —la moneda común europea— seguramente se modificarán las características de riesgo-rendimiento en los mercados. Por ejemplo, antes los bonos italianos y alemanes presentaban características muy distintas: a los primeros se les consideraba una inversión de alto riesgo y rendimiento. A los segundos de bajo riesgo y rendimiento principalmente, porque el marco era una moneda fuerte y la lira era una moneda débil. Sin embargo, en el periodo posterior ambos bonos (y todos los demás de la zona del euro) se denominarán y negociarán en la divisa común, con lo cual su nacionalidad pasará a segundo término. Aunque el riesgo crediticio de los bonos no será igual, sus características de riesgo-rendimiento se parecerán mucho. Ello significa que los bonos denominados en otra moneda como los de Gran Bretaña cobrarán mayor importancia en las estrategias de diversificación, pues conservarán sus cualidades especiales de riesgo-rendimiento.

Fondos mutualistas internacionales: una evaluación del desempeño

En el momento actual los inversionistas estadounidenses consiguen diversificarse a nivel mundial con sólo invertir en fondos mutualistas internacionales disponibles de Estados Unidos, que hoy ascienden a más de 300. Gracias a esta estrategia —invertir en fondos mutualistas internacionales— logran 1) ahorrar los costos de información o transacciones adicionales que deben sufragar cuando tratan de hacerlo directamente en un mercado mundial, 2) evadir muchas barreras legales e institucionales contra la inversión extranjera de manera directa en portafolio en mercados extranjeros, 3) aprovechar la pericia de los administradores profesionales de fondos.

⁸ Consulte el lector el apéndice 15A, donde encontrará una explicación más completa de la cobertura contra el riesgo cambiario.

ILUSTRACIÓN 15.10

Fondos mutualistas internacionales: una evaluación de su desempeño
(rendimientos mensuales: ene. 1971-dic. 1986)

Φονδο	Μεδια (%)	ΔΕ (%)	β _Υ	R ²	ΣΗΔ ^α
ΑΣΑ	1.75	11.88	0.80	0.08	0.084
Χαναδιαν Φυνδ	0.91	4.64	0.75	0.47	0.035
Ιντερνατιοναλ Ινβεστορς	2.34	10.09	0.72	0.09	0.157
Θαπαν Φυνδ	1.72	7.02	0.59	0.13	0.138
Κεμςτονε Ιντερνατιοναλ	1.14	4.29	0.69	0.47	0.091
Μερριλλ Λιντχ Παχιφιχ	1.82	5.45	0.32	0.06	0.196
Νεω Περσπεχτισε	1.47	3.99	0.80	0.73	0.179
Οππενηειμερ Γλοβαλ	1.94	6.35	1.02	0.47	0.186
Πυτναμ Ιντερνατιοναλ	1.64	5.91	0.62	0.20	0.150
Σχυδδερ Ιντερνατιοναλ	1.46	4.23	0.50	0.26	0.168
Σογεν Ιντερνατιοναλ	1.48	3.36	0.70	0.78	0.217
Τεμπλετον Γρωωτη	1.48	4.13	0.84	0.74	0.176
Υνιτεδ Ιντερνατιοναλ Γρωωτη	1.41	3.86	0.71	0.61	0.172
Προμεδιο	1.58	5.78	0.69	0.39	0.150
ϋνδιχε δε ΧΜΝ					
δε Εσταδος Υνιδος	1.34	4.38	0.98	0.90	0.135
Σ&Π 500	1.17	4.25	1.00	1.00	0.099
ϋνδιχε μυνδιαλ ΜΣΧΙ	1.46	3.80	0.70	0.61	0.186

^α Λα μεδιδα Σηαρπε δελ δεσεμπε)ο (ΣΗΔ) σε χαλιχια υσανδο λα τασα λιβρε δε ριεσγο δε 0.752%, θυε εσ ελ ρενδιμιεντο προμεδιο μηνυαλ δε λοσ βονοσ δε παρορη)α δυραυτε ελ περιοδο μυεστρα.

Φυεντε: Χ. Ευν, Ρ. Κολοδνη ψ Β. Ρεσνιχς, □ΥΣ.-βασεδ ιντερνατιοναλ μυυαλ φυνδς: α περφορμανχε εσολυασιον□ Εστε ματαριαλ χον χοπηρητη σε ρεμπριμε χον ατοριζαχι (ν δε θουρναλ οφ Πορτοφολιο Μαναγεμεντ, 488 Μαδισον Απενυε, Νυεβα Ψορκ, ΝΥ 10022.

Las ventajas de los fondos mutualistas internacionales resultarán muy atractivas para los inversionistas pequeños a quienes les gustaría diversificarse en el ámbito internacional, pero que no tienen los conocimientos necesarios ni acceso directo a él. De ahí la importancia de formular la pregunta: ¿pueden beneficiarse al invertir en los actuales fondos mutualistas internacionales existentes en Estados Unidos? Para contestarla vamos a analizar el desempeño histórico de esos fondos que destinan una parte importante de su activo a los mercados internacionales.

En la ilustración 15.10 vemos los perfiles de riesgo-rendimiento en una muestra de fondos mutualistas internacionales de Estados Unidos que tienen suficientes registros de seguimiento. Tres de ellos — el fondo ASA (que invierte en acciones de minas de oro de Sudáfrica), Canadian Fund y Japan Fund, que invierten en un solo país. Otros invierten con mayor amplitud. La ilustración muestra que todos menos uno tiene un rendimiento promedio mayor que el índice del mercado accionario de Estados Unidos, representado en el índice Standard & Poor's 500, durante el periodo de ene. 1977-dic. 1986. El rendimiento promedio de los fondos mutualistas internacionales es 1.58% mensual (18.96% anual). En cambio, el de S&P 500 es 1.17% mensual (14.04% anual). La desviación estándar de los fondos oscila entre 3.36% y 11.88%, con un promedio de 5.78%. Por su parte, S&P tiene una desviación estándar de 4.25%.

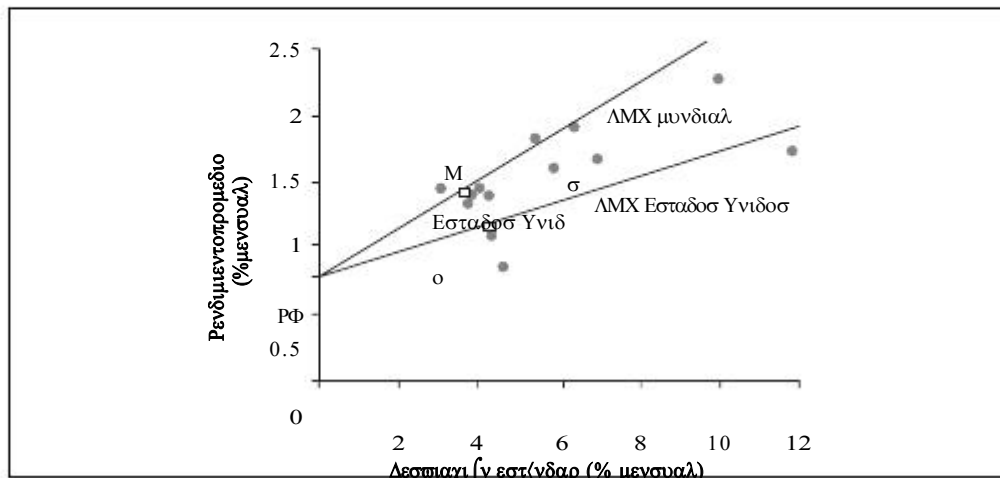
La ilustración 15.10 incluye además las medidas beta de Estados Unidos de los fondos internacionales y los valores correspondientes del coeficiente de determinación (R^2).⁹ Note que la mayoría de los fondos tienen un valor beta mucho menor que la unidad. En promedio, los movimientos del mercado accionario de Estados Unidos constituyen menos del 40% de la fluctuación de los rendimientos de los fondos internacionales. En cambio, se sabe que los movimientos del mercado accionario de Estados Unidos constituyen aproximadamente 90% de la fluctuación de los rendimientos de los fondos de acciones nacionales.¹⁰ Estos porcentajes indican que la muestra de fondos brindan a los inversionistas estadounidenses una excelente

⁹ La beta de Estados Unidos mide la sensibilidad de los rendimientos de los fondos respecto a los rendimientos del mercado accionario de Estados Unidos. El coeficiente de determinación (R^2) mide la parte de la varianza de los rendimientos de los fondos que pueden explicarse a partir de los rendimientos del mercado estadounidense.

¹⁰ Consúltese por ejemplo a Sharpe (1966), pp. 127-128.

ILUSTRACIÓN 15.11

Desempeño de los fondos mutualistas internacionales: ene. 1977-dic. 1986



Nota: los fondos internacionales se indicaban con un punto (•). La tasa libre de riesgo (RF) es 0.752%, que es la tasa promedio de los bonos de tres meses durante el período muestral. M y Estados Unidos denotan al índice mundial MSCI y el S & P 500, respectivamente.

oportunidad de diversificarse en el ámbito mundial. En cambio, el índice de CMN de Estados Unidos, que abarca 60 multinacionales de ese país con la mayor proporción de ingresos mundiales, tiene un valor beta de 0.98 y un valor R^2 de 90%. Ello significa que el precio de las acciones de las multinacionales se comportan en forma muy parecida a las compañías nacionales, sin que ofrezcan una efectiva diversificación internacional.¹¹

Por último la ilustración 15.10 contiene las medidas Sharpe del desempeño de los fondos mutualistas internacionales. Como se aprecia allí, 10 de cada 13 fondos superaron el índice del mercado accionario estadounidense según ese parámetro. Lo mismo se muestra gráficamente en la ilustración 15.11 en donde sólo tres fondos están por debajo de la línea del mercado de capitales de Estados Unidos.¹² Esto contrasta evidentemente con el resultado de trabajos anteriores donde se demostró que la mayoría de los fondos mutualistas de Estados Unidos están por debajo de dicha línea del mercado. Sin embargo, el desempeño de la muestra de fondos fue bastante pobre en comparación con el punto de referencia alternativo del World Index. El valor promedio de la medida Sharpe del desempeño de los fondos internacionales, 0.15, es mucho menor que el del World Index de 0.186. Al parecer eso indica que conviene invertir en los fondos de este índice si están disponibles.¹³

Profundización conceptual

Además de los fondos mutualistas internacionales, los inversionistas pueden lograr la diversificación internacional del portafolio en su país invirtiendo en 1) fondos de países, 2) certificados de depósito estadounidenses, 3) world equity benchmark shares (WEBS) y 4) en fondos de cobertura sin tener que hacerlo directamente en los mercados accionarios internacionales. En la siguiente sección hablaremos de estos instrumentos.

¹¹ Este resultado concuerda con el trabajo de Jacquillat y Solnik (1978), mostrando que las compañías multinacionales de varios países presentan escasa exposición (beta) a los índices de los mercados accionarios extranjeros.

¹² La línea del mercado de capitales (LMC) es la recta que se obtiene al conectar la tasa de interés libre de riesgo y el portafolio del mercado.

¹³ El modelo de fijación del precio del activo de capital (capital asset pricing model, CAPM) sugiere que si el portafolio del mercado mundial fuera realmente eficiente en el sentido media-varianza, el rendimiento esperado de un portafolio dependería de su beta mundial. Esto a su vez significa lo siguiente: si los inversionistas mantienen portafolios poco diversificados en el aspecto global, estarían manteniendo riesgo que es diversificable que no se compensará con rendimientos adicionales. En tal caso, para alcanzar la combinación deseada de riesgo y rendimiento, les convendría mantener el portafolio del mercado mundial representado por un fondo del índice mundial junto con el activo libre de riesgo.

Diversificación internacional mediante fondos de países

En años recientes estos fondos surgen como uno de los medios más comunes de inversión en Estados Unidos y en otros países desarrollados. Como su nombre lo indica, se invierte exclusivamente en acciones de una sola nación. Esta estrategia permite:

1. Especular en un mercado extranjero con costos mínimos.
2. Construir un portafolio internacional *personal* mediante los fondos de país como estructura básica.
3. Diversificarse en *mercados emergentes* que son prácticamente inaccesibles.

Muchos de esos mercados (India, Brasil, China, Rusia y Turquía) continúan esencialmente segmentados. De esta forma, en ocasiones los fondos de países ofrecen a los inversionistas internacionales el medio más práctico, aunque no el único, de diversificarse dentro de los inaccesibles mercados extranjeros.

Sin embargo, la mayor parte de los fondos disponibles son *cerrados*. A semejanza de otros en esta misma categoría, un **fondo cerrado de países (FNC)** emite cierto número de acciones que se negocian en la bolsa del país anfitrión como si el fondo fuera una acción individual. A diferencia de las acciones de fondos mutualistas abiertos, las de esta clase de fondos no pueden redimirse al valor neto del activo subyacente que se fija en el mercado nacional del fondo. Hoy, cerca de 30 países ofrecen estos fondos, una lista parcial de los cuales se da en la ilustración 15.12. En Estados Unidos, la mayoría de estos FNC se cotizan en la Bolsa de Nueva York, sólo unos cuantos en la American Stock Exchange.

Como el valor de la acción de un fondo se fija en una bolsa de Estados Unidos, es muy posible que no coincida con el valor neto del activo subyacente correspondiente que se le fija en su mercado nacional. A la diferencia se le llama *prima*, si el valor de acción supera al del Valor Neto del Activo; de lo contrario se le llama *descuento*. En la ilustración 15.12 se indica la magnitud de las primas/descuentos de algunos de estos fondos. Como se observa, la prima promedio varía muchísimo pues fluctúa entre 63.17% (en el fondo coreano) y 24% (en el fondo brasileño). A semejanza del fondo coreano, en los de Taiwán y de España predominan

ILUSTRACIÓN 15.12

Betas de los mercados estadounidense y nacional de fondos de inversión cerrados de países y sus valores netos del activo

País	Πριμα προμεδίο δελ φονδο (%)	ζαλορ νετο δελ αχτιωο			ζαλορ δε λα αχχι (ν δελ φονδο			Περιοδο μνεστρα
		B _{EY}	B _{MN}	P ₂	B _{EY}	B _{MN}	P ₂	
Αλεμανια	1.80	0.73	0.53	0.11	0.15	0.69	0.40	1986.7–90.12
Αυστραλια	14.77	0.62	0.48	0.13	0.25	0.81	0.60	1986.1–90.12
Βρασιλ	24.72	0.11	0.16	0.02	0.32	0.65	0.60	1988.4–90.12
Χαναδζ	6.29	0.04	0.47	0.03	0.19	0.29	0.11	1986.6–90.12
Χορεα	63.17	1.00	0.63	0.19	0.24	0.76	0.62	1985.1–90.12
Εσπαλα	21.57	1.56	0.28	0.14	0.39	0.75	0.65	1988.7–90.12
Ινδια	2.66	0.87	0.26	0.04	0.27	0.66	0.40	1988.8–90.12
Ιταλια	12.49	0.89	0.68	0.21	0.13	0.57	0.28	1986.3–90.12
Μαλασια	0.36	1.34	0.60	0.24	0.58	0.68	0.79	1987.6–90.12
Μζξιχο	21.14	0.99	0.53	0.13	0.33	0.75	0.62	1985.1–90.12
Ρεινο Υνιδο	16.55	1.04	0.62	0.36	0.55	0.73	0.37	1987.8–90.12
Συδζφριχα	12.16	0.00	0.35	0.13	0.08	0.85	0.59	1985.1–90.12
Συιζα	7.65	0.79	0.47	0.25	0.33	0.65	0.75	1987.8–90.12
Ταλανδια	6.86	1.20	0.44	0.14	0.63	0.85	0.75	1988.2–90.12
Ταιω(ν	37.89	1.46	0.39	0.26	0.19	0.40	0.13	1987.2–90.12
Προμεδιο		0.84	0.46	0.16	0.25	0.67	0.51	

Φοιηηε: Ε. Χηανγ, Χ. Ευν ψ Ρ. Κολοδνμ, «Ιηηερναηιωνάλ διαπερσιφιαηιων ηηροηηη ζλοσεδ-ενδ ζουηηρημ φυνδσζ», ζουρηαλ οφ Βανκηηγ ανδ Φηναηζε (νοηιεμβρε 1995). Ιλουηραηι ζ(ν ρειμηηρεσα ζον αηποριζαηι ζ(ν δε Ελοσεηηερ Σηιενζε.

las grandes primas, 37.89 y 21.57%, respectivamente. A semejanza del fondo brasileño, el de México se negocia con un fuerte descuento: 21.14% en promedio. Se observó también que la prima/descuento oscila mucho con el tiempo. Por ejemplo, la prima del fondo de Taiwán fluctúa entre 25.27 y 205.39%. Casi todos negocian tanto con prima como con descuento desde su creación.¹⁴ El comportamiento de ambos significa que las características de riesgo-rendimiento pueden ser muy distintas de las del valor neto del activo subyacente.

Los flujos de efectivo de los fondos de inversión cerrados de países los generan los activos que se hallan fuera de Estados Unidos. Pero se negocian en Estados Unidos y sus valores de mercado se determinan allí mismo, a menudo estos valores no coinciden con los valores netos del activo. Esta naturaleza “híbrida” indica que pueden comportarse en parte como valores estadounidenses y en parte como valores del mercado del país anfitrión. Para investigar eso examinemos el siguiente modelo bifactorial de mercado:¹⁵

$$R_i = a_i + b_i^{EU} R_{EU} + b_i^{MN} R_{MN} + e_i \quad (15.6)$$

donde:

- R_i rendimiento sobre el i -ésimo fondo de país,
- R_{EU} rendimiento sobre el índice del mercado de Estados Unidos representado por el índice de Standard & Poor's 500,
- R_{MN} rendimiento en el mercado nacional del fondo de país,
- b_i^{EU} beta de Estados Unidos del i -ésimo *fondo* del país que mide la sensibilidad de los rendimientos del fondo ante los rendimientos del mercado de Estados Unidos,
- b_i^{MN} beta del mercado del país anfitrión del i -ésimo fondo de país, que mide la sensibilidad de los rendimientos del fondo ante los rendimientos de dicho mercado y
- e_i término del error residual.

La ecuación 15.6 se estima tanto para los fondos de inversión cerrados de países como para sus activos netos subyacentes correspondientes, es decir, efectuamos dos regresiones para cada fondo. En la primera la variable (dependiente) del lado izquierdo, R_i es el rendimiento que los inversionistas estadounidenses reciben de la acción del fondo. En la segunda regresión, esa variable es el rendimiento sobre el valor neto del activo. Los resultados de la estimación se incluyen en la ilustración 15.12.

En esta ilustración se observa que los fondos de inversión cerrados de países tienden a mostrar valores beta de Estados Unidos mucho mayores que las estimadas respecto al valor neto del activo. Su valor beta promedio de Estados Unidos es 0.84 para este tipo de fondos, mientras que la de los valores netos del activo llega apenas a 0.25%. En cambio, la beta promedio del mercado del país anfitrión es 0.46 en el caso de los fondos cerrados de países y el del valor neto es de 0.67. Por ejemplo, en el caso de Corea el fondo (activos netos subyacentes) tiene una beta de Estados Unidos de 1.00 (0.24) y una beta del mercado nacional de 0.63 (0.76). En el caso de Tailandia el fondo (activos netos correspondientes) tiene una beta de Estados Unidos de 1.20 (0.63) y una beta de mercado nacional de 0.44 (0.85). En otras palabras, los rendimientos de los fondos cerrados de países son mucho más sensibles al factor mercado estadounidense y menos al factor mercado nacional que a su correspondiente valor neto del activo. Ello significa que dichos fondos cerrados de países se comportan más como los valores estadounidenses que como los valores netos de la acción.¹⁶ Sin embargo, la mayoría de los fondos cerrados de países conservan importantes betas del mercado nacional, lo cual permite a los estadounidenses diversificarse hasta cierto punto. En la ilustración se observa además que los coeficientes de determinación de los fondos, R^2 , tienden a ser muy bajos (0.16 en promedio). Ello significa que

¹⁴Un trabajo de Bonser-Neal, Brauer, Neal y Wheatley (1990) indica que la prima/descuento del fondo de país refleja las barreras contra la inversión directa en portafolio en los países de los fondos. Descubrieron que la prima del fondo disminuye siempre que se flexibilizan las barreras.

¹⁵ Los rendimientos recibidos por el mercado nacional, R_{MN} , mediante la ecuación 11.6 son en realidad el “residuo” obtenido de la regresión lineal de los rendimientos del mercado nacional respecto a los del mercado estadounidense. El inversionista estadounidense que desee diversificar el riesgo a nivel internacional valoraría la exposición al riesgo “puro” (u ortogonal) del mercado extranjero, es decir, b_{MN} .

¹⁶ Este descubrimiento es congruente con el estudio de Bailey y Lim (1992), que muestra que los fondos de inversión cerrados de países actúan más como los valores estadounidenses que los índices de mercados de valores extranjeros.

ILUSTRACIÓN 15.13

Estadísticas sucintas de los rendimientos semanales de fondos de inversión cerrados de países (FNC), de sus valores netos del activo (VAN) y de la composición de los portafolios óptimos
(en dólares estadounidenses: ene. 1989-dic. 1990)

Παίς	Αρχι Γν δελ φονδο δελ παίς			γαλορ νετο δελ αρχιπαο			Πορταφολιο Γπιτιμο		
	Μεδια (%)	ΔΕ (%)	Χορρελαχι Γν χον Εσταδοο Υνιδοο	Μεδια (%)	ΔΕ (%)	Χορρελαχι Γν χον Εσταδοο Υνιδοο	ΦΝΧ (πεσο)	ζΑΝ (πεσο)	
Αλεμανια	0.78	9.70	0.22	0.38	4.67	0.11	0.0253	0.0000	
Αυοτραλια	0.46	5.64	0.12	0.01	1.78	0.25	0.0033	0.0000	
Βραοιλ	0.73	6.31	0.01	0.29	7.55	0.02	0.1271	0.0023	
Χαναδζ	0.14	4.91	0.31	0.19	1.98	0.19	0.0660	0.0000	
Χορεα	0.37	6.79	0.25	0.00	2.91	0.08	0.0000	0.0000	
Εοπα)α	0.39	8.76	0.40	0.03	3.08	0.29	0.0000	0.0000	
Ινδια	0.36	5.93	0.18	0.15	3.92	0.21	0.0750	0.0882	
ϫνδιχε Εοταδοο Υνιδοο	0.18	2.06	1.00	0.18	2.06	1.00	0.1189	0.0454	
Ιταλια	0.44	7.00	0.22	0.39	2.20	0.25	0.0000	0.1044	
Μαλαοια	0.72	7.89	0.35	0.37	3.21	0.29	0.0000	0.0000	
Μίξιχο	1.11	6.07	0.50	0.77	2.63	0.24	0.2427	0.6026	
Ρεινο Υνιδο	0.35	4.01	0.44	0.27	4.08	0.23	0.0424	0.0616	
Συδζφριχα	0.43	4.00	0.13	0.36	5.06	0.03	0.2993	0.0954	
Συιζα	0.27	4.50	0.46	0.20	2.48	0.36	0.0000	0.0000	
Ταιω)ν	0.57	7.42	0.31	0.06	7.95	0.05	0.0000	0.0000	
Ταλανδια	0.71	8.42	0.29	0.50	5.14	0.23	0.0000	0.0000	
							Τοταλ	1.0000	1.0000
							Μεδια	0.58%	0.58%
							ΔΕ	2.49%	1.81%
							ΜΣΔ	0.233	0.320

Φοεντε: Ε. Χηανγ, Χ. Ευν ψ Ρ. Κολοδνμ, □Ιντερναπιοναλ διπερσφριχαπιον τηρουγη χλοοεδ-ενδ χουντρμ φονδοο, θουρναλ οφ Βανκινγ ανδ Φινανχε (οχτωβρε 1995). Ρειμπρεοοο χον αωποριζαχι Γν δε Ελοοπιερ Σχιενχε.

los FCP están sujetos a importantes riesgos *idiosincrásicos* (o únicos) no relacionados ni con los movimientos del mercado estadounidense ni del mercado nacional.

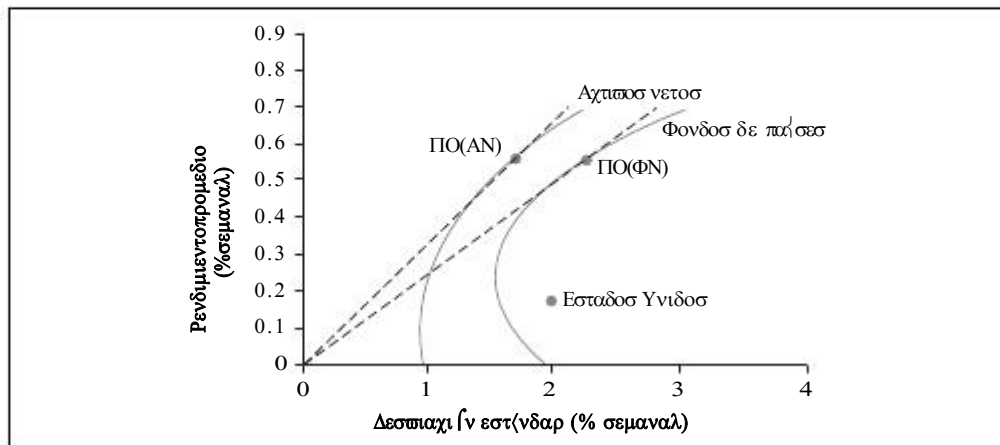
Aunque los fondos de inversión cerrados de países se comportan más como los valores de Estados Unidos, ofrecen al inversionista estadounidense la oportunidad de una diversificación internacional en su país sin incurrir en los costos excesivos de la transacción. En seguida vamos a estimar las ganancias potenciales que pueden conseguirse con la diversificación internacional mediante esos fondos. La ilustración 15.13 incluye las características de riesgo-rendimiento de 15 fondos muestra, lo mismo que el índice del mercado accionario de Estados Unidos, durante el periodo muestra de ene. 1989-dic. 1990. Además, muestra la composición del portafolio internacional óptimo con los fondos cerrados de países y, con propósitos comparativos, la composición del correspondiente portafolio óptimo con los valores netos de los activos.

Ese portafolio óptimo consta de fondos cerrados de países donde domina el índice estadounidense en términos de la eficiencia riesgo-rendimiento; la medida Sharpe del desempeño es 0.233 en el primer caso y 0.087 en el segundo. Esto se observa claramente en la ilustración 15.14, que muestra por separado los conjuntos eficientes de los FCP y de los valores netos de los activos.

Se aprecia que los valores netos ofrecen mejores oportunidades de diversificación que los fondos mencionados. En consecuencia, se aconseja, a quienes puedan invertir en los mercados internacionales, hacerlo en la ocasión sin incurrir en un costo excesivo. Sin embargo, cuando no tengan esa oportunidad los fondos cerrados de países ofrecen una forma económica de diversificarse internacionalmente. Nótese por último que los fondos de países procedentes de los mercados emergentes reciben pesos significativos en el portafolio óptimo de los FCP. Específicamente, se asigna una ponderación de 12.71% al fondo brasileño, de 7.50% al fondo de la India y de 24.27% al de México. En general los fondos de los mercados emergentes reciben una ponderación aproximada de 45% en dicho portafolio. Ello significa que los FCP de los países emergentes juegan un papel importante para ampliar el conjunto de oportunidades de los inversionistas internacionales.

ILUSTRACIÓN 15.14

**Conjuntos eficientes:
fondos de países frente
a activos netos:
ene. 1989-dic. 1990**



Νοτα: ΠΟ(ΑΝ) η ΠΟ(ΦΝ) δενοταν, ρεσπεχτισμεντε, λος πορτοφολιος (πιτιμος θυε ινχλημεν αχτισος νετος η φονδος δε παλσας. λος χονφροντος εφιχιεντες σε ινδιχαν χον λλνεας πυντεαδασ.

Diversificación internacional mediante los certificados de depósito estadounidenses

www.adr.com/

Este sitio, administrado por J.P. Morgan & Co. es una fuente de información muy completa sobre los certificados estadounidenses de depósito.

Los inversionistas de Estados Unidos pueden diversificarse en su país mediante los certificados de depósito estadounidenses, lo mismo que con los fondos de países. Como explicamos en el capítulo 13, estos instrumentos representan certificados de acciones del extranjero que se depositan en sucursales internacionales de los bancos estadounidenses, llamados también bancos de custodia. A semejanza de los fondos cerrados de países, se negocian en las bolsas de ese país como valores estadounidenses nacionales. En consecuencia, permite ahorrar los costos de transacción y beneficiarse de los servicios de divulgación de información, de liquidación y custodia rápidos y confiables. El recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica” de la página 376, “Viva aquí e invierta en el extranjero”, describe las bondades de inversión con los certificados de depósito estadounidenses. Se señala que, igual que los inversionistas estadounidenses, desde su país los británicos y los europeos logran diversificarse internacionalmente con los certificados globales de depósito (RGD), los cuales representan derechos de propiedad sobre las acciones internacionales que se cotizan en la Bolsa de Londres.

En algunos trabajos se investigaron los beneficios de la diversificación internacional por medio de los certificados estadounidenses de depósito. Officer y Hoffmeister (1987) descubrieron que al incorporarlos a un portafolio nacional se reducía el riesgo en forma considerable. Bastaba incluir cuatro en un portafolio de acciones representativo de Estados Unidos para conseguir ese efecto —medido con la desviación estándar de los rendimientos— hasta en un 25% sin aminorar el rendimiento esperado. También observaron que los certificados tienden a presentar una exposición beta muy baja al mercado accionario de Estados Unidos. Durante el periodo muestra 1973-1983 su beta Estados Unidos promedio era apenas 0.264.

Wahab y Khandwala (1993) obtuvieron resultados similares. Reportaron que cuando los inversionistas mantienen un portafolio igualmente ponderado de siete certificados y el S&P 500, la desviación estándar anualizada de los rendimientos diarios disminuye de 30.2% (en un portafolio totalmente nacional) a 17.5%. También señalan que la mayor parte del riesgo no sistemático del portafolio se elimina al agregar sólo siete certificados al S&P 500. Cuando se agregan más no se reducía materialmente el riesgo, sin importar los pesos.

Los inversionistas tienen pocas posibilidades de diversificarse en los mercados emergentes mediante los certificados de depósito estadounidenses, pues la mayoría de éstos provienen de países desarrollados como Australia, Japón y Reino Unido. Pese a ello, en unos pocos mercados emergentes como México pueden elegir entre varios certificados. En tal caso deberían considerar las ventajas y desventajas de los certificados de depósito y de los fondos de inversión cerrados de países como herramienta de diversificación. Los fondos probablemente ofrezcan una

diversificación más completa que los certificados. Pero como señalamos en páginas anteriores las ganancias potenciales tienden a disminuir por las primas/descuentos.

Diversificación internacional mediante World Equity Benchmark Shares (WEBS)

www.ishares.com/

Este sitio ofrece una cobertura muy amplia de los fondos que se negocian en la bolsa, entre ellos las acciones WEBS.

En abril de 1996 la American Stock Exchange (AMEX) introdujo una clase de valores llamados **World Equity Benchmark Shares (WEBS)**, diseñados y administrados por Barclays Global Investors. En esencia son fondos cerrados de países que se negocian en bolsa y cuyo fin es seguir de manera cercana a los índices de los mercados accionarios extranjeros. En el momento actual hay 22 que lo hacen con los índices de Morgan Stanley Capital International (MSCI) en los siguientes países: Australia, Austria, Bélgica, Brasil, Canadá, China, Francia, Alemania, Hong Kong, Italia, Japón, Corea, Malasia, México, Países Bajos, Singapur, Sudáfrica, España, Suecia, Suiza, Taiwán y Reino Unido. Amex había introducido antes un valor parecido en el mercado estadounidense —certificados de depósito de Standard & Poor's— que se conocen con el nombre de “spiders” y cuyo fin es seguir al índice Standard & Poor 500. Al utilizar los **fondos negociados en bolsa (exchange traded funds, ETF)** parecidos a los WEBS y los *spiders*, los inversionistas pueden negociar un índice total del mercado accionario como si fuera una sola acción. Por ser fondos abiertos, las acciones WEBS se negocian a precios muy cercanos a su valor neto del activo. Además de los Índices de fondos de país, para lograr una diversificación global instantánea basta que posean acciones del Index Fund Global 100 del S&P, el cual también se maneja en la American Stock Exchange junto con otras acciones WEBS.

En un estudio de Korana, Nelling y Trester (1998) descubrieron que los WEBS siguen estrechamente los índices de país MSCI subyacentes. Por ejemplo, la correlación promedio de los rendimientos diarios entre los WEBS y los índices subyacentes del país es 0.97. Descubrieron también que su correlación promedio con el índice de S&P 500 es bastante baja (0.22), lo cual las convierte en una excelente herramienta para diversificar el riesgo a nivel internacional. Para quienes deseen la exposición de las acciones internacionales, las acciones WEBS son una excelente alternativa ante los instrumentos tradicionales como los fondos mutualistas, los certificados estadounidenses de depósito y los fondos de inversión cerrados de países.

Diversificación internacional mediante los fondos de cobertura

Los fondos de cobertura que representan fondos de inversión agrupados de forma privada registran un crecimiento extraordinario durante los últimos años. La causa principal es que los inversionistas institucionales —planes de pensiones, fondos de beneficencia y fundaciones privadas— quieren rendimientos positivos o absolutos, sin importar si el mercado crece o decae. A diferencia de los fondos mutualistas tradicionales que normalmente se basan en estrategias de “comprar y retener”, los fondos de cobertura adoptan estrategias flexibles y dinámicas, a menudo agresivas, en las transacciones con tal de cumplir sus objetivos: apalancamiento, posiciones de ventas en corto y contratos con derivados. Invierten en una amplia gama de valores como monedas, bonos y acciones nacionales e internacionales, mercancías estandarizadas, bienes raíces, etc. Muchas veces su finalidad es obtener rendimientos positivos independientemente de las condiciones del mercado.

Desde el punto de vista legal los fondos de cobertura son sociedades de inversión privada. De ahí que rara vez se registren como una compañía de inversión en conformidad con la Investment Company Act, por lo que no se sujetan a los requisitos como presentación de reportes o divulgación de información. Por eso muchos operan en un entorno de escasa transparencia. Los asesores suelen recibir honorarios por su trabajo, a menudo 1-2% del valor de activo de los fondos, más una comisión por desempeño que fluctúa entre 20 y 25% de la apreciación del capital. No se permite liquidar la inversión durante cierto periodo de congelamiento. En Estados Unidos, sólo a los inversionistas y los individuos muy ricos se les permite invertir en los fondos de cobertura. Por el contrario, en muchas naciones europeas esa prohibición no se aplica a los inversionistas minoristas.

Viva aquí e invierta en el extranjero

Χονσυμιδωρες ε ιντερσιονιστας γλωβαλες. Ελ απετιτο δε λος εσταδουινδενσεσ πορ προδυχτοσ δελ εξτεριωρ χομενζ (χον λα χηαμπα)α φρανχεσα, ελ χηοχολατε σιζο ψ λος τελεπισωρεσ φαπονεσεσ. Λος ιντερσιονιστας δε εσε παλσ σε απρεσυραν α χομπραρ αχχιονεσ εν λασ χομπα)ασ θυε φαβριχαν εσοσ προδυχτοσ ψ νο σ(λο α τραπ(σ δε μεδιοσ ταν πωβλιχιαδοσ χομο λος φονδοσ μυταλιαστας. Λο ηαχεν ταμβι(ν α τραπ(σ δε λος χερτιφιαδοσ εσταδουινδενσεσ δε δεπ(σιτο (ΑΔΡ).

Λος ΑΔΡ δε υνασ 1 300 χομπα)ασ εξτρανφερασ σε νεγοχιαν εν λος μερχαδοσ αχχιοναριωσ δε παλσσεσ. Υν χερτιφιαδο δε δεπ(σιτο εθυιαλε α χιερτο ν(μερο δε αχχιονεσ. Εν 1993 ελ πολυμεν ποταλ δε λος θυε σε νεγοχιαρον εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψωρκ εν λασ δε ΑΜΕΞ ψ Νασδαθ αλχανζαρον 200 000 μυλλονεσ δε δ(λαρεσ,

μυχηο μ(σ δε λος 94 000 μυλλονεσ δε 1991 ψ λος 41 000 μυλλονεσ εν 1988. Χον υν προμεδιο δε 15 χερτιφιαδοσ νυεπωσ αλ μεσ, λα τενδενχια νο μυεστρα σε)αλεσ δε δισμινυιρ.

Εσ φ(χ(λ εντενδερ ελ εντυσιασμο. Εν ελ (λιτιμο α)ο ελ (νδιχε χομπυεστο δε Μερριλλ Λινηη θυε δα σεγυμιεντο α 184 χερτιφιαδοσ δε δεπ(σιτο ψ θυε εσ ελ (νιχο δε συ τιπο, ρεμιστρ(υνα γανανχια δε 29.9%. Εσ υν πορχενταφε μυχηο μαγορ θυε λα γανανχια δε 10.1% ρεμιστραδα πορ ελ (νδιχε δε λασ 500 αχχιονεσ δε Στανδαρδ & Ποορ(σ ψ υν ποχο μενωρ θυε ελ ρενδιμιεντο προμεδιο δε 30.2% δε λος φονδοσ δε αχχιονεσ ιντερναχιοναλεσ. Αλγυνοσ χερτιφιαδοσ γενεραρον ρενδιμιεντοσ δε τρεσ δ(γιτοσ. Υν εφεμπλο: εντρε ελ 1 δε μαρζο δελ 1993 ψ ελ 28 δε μαρζο δε 1994 ελ πρεχιο δε λος χερτιφιαδοσ δελ Σιγνετ Γρουπ (ελ μυνοριστα μ(σ γρανδε

Media docena de certificados estadounidenses de depósito ganadores

A continuación se incluyen —de los 184 certificados de depósito que se negocian en las principales bolsas de Estados Unidos— los seis con el mejor desempeño en el año que terminó el 28 de febrero.

Χομπα)α (παλσ)	Νεγοχιο	Πρεχιο ρεχιεντε	Φλυααχια (ν δελ πρεχιο εν 12 μεσεσ
Σιγνετ Γρουπ (Γραν Βρετα)α	Θομβ(λασ ΡΥ/Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ 9.88	400.0%
Χοριμον (ζενεζυελα)	Πιντυρασ, συστανχιασ θυ(μιασ, φυγοσ	15.50	189.4%
Φαι Ινσυρανχεσ (Αυστραλια)	Σεγυροσ	4.00	159.2%
Δανκα Βυσινεσσ Σημσ (Γραν Βρετα)α	Τιενδασ δε εθυιπο παρα οφιχια Εσταδοσ Υνιδοσ/ΡΥ	43.13	143.6%
ΩΠΠ Γρουπ (Γραν Βρετα)α	Μαρκετινγ/ρελαχιονεσ π βλιχιασ	3.19	118.5%
Πη(λαπσ Ελεχτρ. (ΠΒ)	Προδυχτοσ ελεχτρ (νιχοσ δε χονσυμο	27.75	108.4%

ΥΣΝ&ΩΡ, δατοσ β(σιχοσ: Μερριλλ Λινηη Ιντερναχιοναλ Θυαντιτατιεσ Αναλψσισ

Los fondos de cobertura tienden a presentar poca correlación con varios puntos de referencia del mercado accionario; gracias a eso es posible diversificar el riesgo del portafolio. Permiten entrar en mercados mundiales de difícil acceso. Por ejemplo, J.P. Morgan brinda acceso a Jayhawk China Fund, un fondo de cobertura que invierte en acciones de China que difícilmente están disponibles en los mercados de Estados Unidos. Además algunos sucesos macroeconómicos benefician a los inversionistas. De hecho, muchos se clasifican como fondos “globales/macro”. He aquí algunos ejemplos bien conocidos: Quantum Fund de George Soros, Jaguar Fund de Julian Robertson y Moore Global Fund de Louis Bacon. Algunos tuvieron mucha demanda durante la crisis de la libra esterlina en 1992 y la crisis financiera de Asia en 1997. Como se sabe, George Soros acertó al prever que la libra esterlina se retiraría del Sistema Monetario Europeo (SME), apostó en su depreciación tras esa medida. Los fondos de Soros adoptaron una posición de venta en corto de 10 000 millones de dólares en la libra esterlina, con ello logró una ganancia de mil millones de dólares durante septiembre de 1992. Lo mismo hicieron con las monedas baht de Tailandia y ringgit de Malasia durante la crisis monetaria asiática de 1997. Hubo entonces una serie de desencuentros mordaces entre Mahatir Mohamad, primer ministro de Malasia, y George Soros, sobre si los fondos de cobertura habían sido la causa.

Es cierto que los inversionistas se pueden beneficiar a veces con ese instrumento, pero deben estar conscientes del riesgo que entraña. Pueden equivocarse al apostar con base en una predicción errónea de los sucesos futuros y en los modelos equivocados. Un ejemplo del riesgo de esta inversión es el fracaso de Long Term Capital Management (LTCM), fundada en

δε φορητά φιναν εν ελ Ρεινο Υνιδο □ αλχανζ Γυν ασομβροσο 400% χον υν πρεχιο δε 39.38.

□ Λας αχχιονες δε Εσταδος Υνιδος χαδα πεζ στον μ(σ χαρας ε ινεσταβλες □, εξπλιχα Μαρκ Χολερ, εδιτορ δε *Γλοβαλ Πορτοφολιο* (800-582-9854, 195 δ(λαρες πορ υνα συσχυριχι Γν α πρυεβα δε υν α)ο). Εσ υν βολετ(ν δε χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο εσταδουνιδενσεσ θυε χομπιλα λος ρεπορτες δελ χορρεταρε περο αβστεν(νδοςε δε ηαχερ ρεχομενδαχιονες. □ Μυχηας αχχιονες ιντερναχιοναλεσ ποδασι(α ρεδιτυαρ(ν φυερτες γανανχιασ α μεδιδα θυε σε αφιανχε λα ρεχυπεραχι Γν εχον Γμιχα. □

Παρα χομπραρ λος χερπιφιαδος νο εσ νεχεσαριο μαρχαρ υν ν(μερο τελεφ(νιχο εν ελ εξτρανφερο; βαστα τελεφωνεαρ α υν χορρεδορ. Λοσεμιτεν λος βανχος δε Εσταδος Υνιδος θυε μαντιενεν εν χυστοδια λας αχχιονες χορρεσπονδιεντες ψ σε πενδεν εν δ(λαρες δε Εσταδος Υνιδος πορ μεδιο δε λος χορρεδορες χομο μερας αχχιονες.

Esté atento a las noticias

Λος χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο αβρεν λα πυερτα α υν νυεπο μυνδο, περο ηαμ θυε αντιχαπα λας φλυχταχιονες μονεταριασ ψ λος αχοντε-χιμιεντοσ ταντο εχον Γμιχος χομο πολ(πχος. Υν εφεμπλο: χυανδο ελ πρινηπαλ χανδιδατο πρεσιδενχιαλ δε Μ(ξιχο φυε ασεσιανδο, ελ πρεχιο δε λος χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο δε Τελ(φονος δε Μ(ξιχο □λα χομπα(χ(α ναχιοναλ δε τελ(φονος □ χαμερον μ(σ δε 6% αλα μα)ανα σιγυιεντε.

Μυχηας εμπρεσασ εξτρανφερασ □ ινχλυσιπε λας δελ πα(σ δε οριγεν □ δαν υν μ(νιμο δε ινφορμαχι Γν α λος αχχιονιστας. Χερχα δελ 70% δε λας θυε οφρεχεν λος χερπιφιαδος οπατ πορ νο πρεσενταρ ασ εσταδος φινανχιερος α λα Σεχυριτες ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον. Ελ συελδο δε λος εφεχυπιποσ, λας λ(νεασ δε νεγοχιος ψ λας τρανσαχιονες εντρε λος θυε ποσεεν ινφορμαχι Γν φινανχιερα δε πριμερα μανο στον υν περδαδερο μιστεριο, λος αχχιονιστας ραρα πεζ ρεχιβεν φολλετοσ ο ινφορμες τριμεστραλεσ δε λος ινγρεσοσ. Δε απ(θυε λος χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο δε εσασ εμπρεσασ σε νεγοχιαν

εν ελ σεγμεντο δε □ ηοφασ ροσασ □ δελ μερχαδο ινφορμαλ, δονδε νο σε απλιχαν λας ρελασ δε λας γρανδες βολσασ.

Las grandes corporaciones

Εσ διφ(χιλ(δαρ σεγυιμεντο α λος πρεχιος εν εσα παρτε δελ μερχαδο, περο ελλο νο σιγνιφια θυε λας εμπρεσασ σεαν φυγαχεσ νι δε φυνδαχι Γν ρεχιεντε. Λα μαμορ(α δε λος χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο, εν ηοφασ ροσα, στον δε χομπα(χ(ασ ταν πρεστιγιαδας χομο Νεστ(λ(, Μιτσυβισι ψ Δευτσχη Βανκ θυε συμπλεμεντε ρεχηαζαν ελ αρδυο προχεσο δε συρεταρε α λας νορμασ δε Εσταδος Υνιδος.

Παρα λος ινπερσιονιστας θυε δεσεεν μ(σ δατοσ, Μορνινγσταρ Ινχ. □ εδιτοριαλ δε ινφορμες δε φονδος μυτυαλιστας □ πλανεα υνα πωβλιχαχι Γν θυε απαρεχερ(α φινεσ δε αβρ(λ: *Μορνινγσταρ Αμεριχαν Δεποσιτορψ Ρεχειπτοσ* (ΙΣΝΝ: 800-876-5005, βισεμαναλ, 35 δ(λαρες λα συσχυριχι Γν τριμεστραλ δε πρυεβα). Σε αναλιζαρ(ν 700 χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο, ινχλιδος 300 δε ηοφασ ροσασ ψ ελ ρεστο, ηαστα χον 10 α)οσ δε δατοσ, ρεσ(μενεσ δε νεγοχιος, ινσταντ(νεασ δελ μερχαδο ψ υνα λιστα δε λος χινχο φονδος μυτυαλιστας θυε ποσεεν λα μαμορ παρτε δε λας αχχιονες δε υνα χομπα(χ(α.

Σε ρεχομιενδα εστε τιπο δε ινπερσι(να θυιενεσ δεσεεν αδθυιριρ αχχιονες ιντερναχιοναλεσ σιν εξπονερεσ α υν ριεσγο φινανχιερο. □ λος φονδος δελ εξτεριορ προβαβλεμεντε νο μυστρεν μυχηο μοπιμιεντο εν ελ α)ο αχταλ, περο λος μ(σ απαρχιποσ εσ μψ σεγυρο θυε συπεραρ(ν ελ μερχαδο εσταδουνιδενσε □, σε)αλα Μιχηαελ Στολπερ, εδιτορ δελ βολετ(ν *Μυταλ Φυνδ Μονηλιμ* (800-426-6502, 49 δ(λαρες ανυαλεσ). Δοσ δε λος θυε ρεχομιενδα στον ΓΑΜ Ιντερνατιοναλ, (800) 426-4685, ψ Θαυσ Ωορλδωιδε, (800) 525-3713. ΓΑΜ, υν φονδο χον νυεπε α)οσ εν ελ μερχαδο, γενερα υν ρενδιμεντο προμεδιο ανυαλ δε 25.6%. Εν 1993 προδυρο υν ρενδιμεντο δε 28.4%, εξχελεντε δεσεεμπε)ο δεσδε χυαλθυαρ (νγυλο θυε σε λε μιρε.

Χοπηριγητ, 4 δε αβρ(λ δε 1994, *Υ.Σ Νεωσ & Ωορλδ Ρεπορτ*.

1993 por John Meriwether, ex agente de ingresos fijos en Salomon Brothers. Tras asociarse a un grupo de veteranos agentes de Wall Street y a dos ganadores del Premio Nobel —Myron Scholes y Robert Merton, gozó de gran credibilidad y respeto en la comunidad de inversionistas—. Sirviéndose de su prestigio, LTCM aplicó estrategias de arbitraje en instrumentos de renta fija apalancadas. Entre otras cosas consiguió importantes préstamos y apostó a la convergencia de intereses mundiales entre deudas de alta y baja calidad. Por ejemplo, compró bonos del gobierno italiano y vendió contratos de futuros de bonos alemanes. En un principio las cosas marcharon bien, pues obtuvo rendimientos de 40% aproximadamente sobre las acciones durante los primeros años. Pero la convergencia gradual degeneró en una terrible divergencia tras la crisis monetaria de Asia y de Rusia. Entonces las deudas de la compañía aumentaron y se agotó su base de capital, por lo que culminó finalmente con su ruina. Los inversionistas perdieron enormes cantidades de dinero.

¿Por qué hay sesgo doméstico en los valores en portafolio?

Como se mencionó antes, la diversificación internacional aporta potencialmente muchos beneficios. Sin embargo, los portafolios que realmente mantienen los inversionistas son muy distintos de los que predice la teoría. Hace poco algunos investigadores como French y Potteba (1991), Cooper y Kaplanis (1994), Tesar y Werner (1993), Glassman y Riddick (1993),

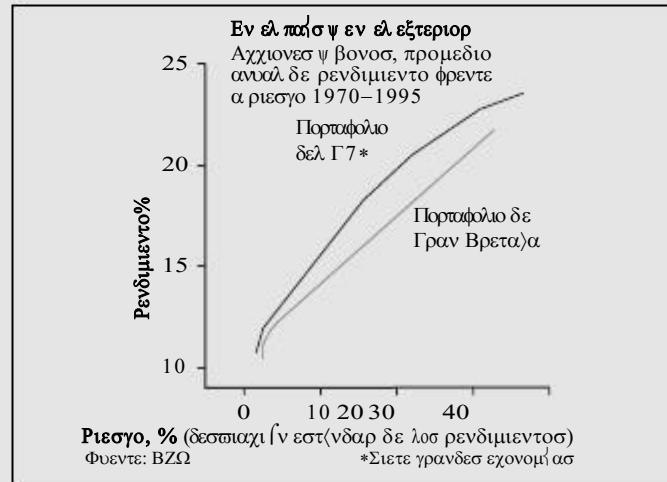
Accionistas que no se internacionalizan

Το με χαλθιερ βολετήν δε ινπερσιονεσ ψ σε εντεραρ(δε λος πλάχε- ρεσ δε λα ινπερσι(ν ιντερναχιονάλ. Λοσ ευροπεοσ, σε διχε, δεβερέ(αν απεντυραρε εν ελ εξετριορ αντεσ θυε λα ρεχεσι(ν δεπορε λασ βολοσσ δελ χοντινεντε; λος εσταδουνιδενσεσ δεβερέ(αν εσχαπαρ αντεσ θυε ρεπιεντε λα θυρβυρα δε Ωάλλ. Στρεετ; τοδοσ λος δε λος πά(σεσ ριχοσ δεβερέ(αν απρεσυραρε ε ινγερεσαρ α λος μερχαδοσ εμεργεντεσ, δονδε λασ αχιονεσ σον βαρατασ τρασ λα δεβαχλε δε 1995. Σιν δυδα μυχηοσ σε δεφαρ(ν χαπιπαρ πορ λα προμεσα δε γαναναχιασ φ(χ(λεσ. Περο λα πενταρα δε λα διπερσιφ(χαχι(ν ποχο τιενε θυε περ χον λασ μοδασ δελ μερχαδο.

Α πεσαρ δε λα ταν ελογιαδα ιντεργαχι(ν δε λα εχονομ(α γ(λο- βάλ, λασ χοσσασ θυε πυεδε ηαχερ θυε ελ μερχαδο αχιοναριο δε υνα ναχι(ν αλχανχε γραν αυγε χοντιν(αν σιενδο ε(χ(λοσσασ δε συ εχονομ(α. Αλ χομπραρ υνα παρτιχαχι(ν εν λα εχονομ(α δε στρο, σε λογρα χομπαρτιρ λος ριεσγοσ ψ χον ελλο δισμυιυρλοσ σιν σαχιφ(χαρ ελ ρενδιμιεντο. Υνα μανερα δε μεδιρ εσσασ γαναναχιασ ποτενχιάλ,εσ χονσιε εν χομπαραρ δοσ πορταφολισ ιμαγιναριοσ: υν γιγαντεσχο φονδο μυτωάλιστα γ(λοβάλ (φιδειχομισο υνιταριο) ψ υνο θυε ινπερτα ε(χ(λοσσασμεντε εν παλορεσ δελ πά(σ. Εσ ποσιβλε δετερμιναρ λα πενταρα δε υν ινπερσιονιστα γ(λοβάλ σοβρε υνο να- χιονάλ, χον σ(λο υπ(λ(χαρ λος ρενδιμιεντοσ αντεριορεσ δελ μερχαδο αχιοναριο αφροσταδοσ πορ ριεσγο.

Λα γρ(φ(χα αδρυντα μυεστρα εσα χομπαραχι(ν εν ελ χασο δε υν ινπερσιονιστα βριτ(νιχο. Χομπαρα λασ χομβιναχιονεσ δε ριεσ- γοσ ψ ρενδιμιεντοσ θυε ποδρ(αν οβτενερεσε μεδιαντε λος αχιποσ βριτ(νιχοσ εν ελ περιοδο 1970-1995 χον λασ δε λα ινπερσι(ν εν ελ γρυπο δε σιετε πά(σεσ εν γενεραλ. Εν χυαλθιερ ινπελ δε ριεσγο ελ χλιεντε ποδρ(αν ηαβερ γαναδο μ(σ χον υν πορταφολιο ιντερνα- χιονάλ.

Καρεν Λεοισ, εχονομιστα δε λα εσχυελα δε αδμινιστραχι(ν δε λα Υνιπερσιτην οφ Πανναγ(λιανια, ρεάλιζ(ν υν χ(λ(χ(λο σεμεφαντε παρα Εσταδοσ Υνιδοσ.* Ρεχονοχε λο σιγιεντε: α παρτιρ δε παριασ συπο- σιχιονεσ δε λο θυε λα γεντε πιενσα δελ ριεσγο ψ δελ χονσυμο ηοψ εν πε(δε μα)ανα, υν εσταδουνιδενσε θυε ινπερτι(γ(λοβάλ,μεντε



εντρε 1969-1993 εσαρ(α εντρε 10 ψ 50% μαρορ θυε θυιεν νο λο ηιζο. Συσ εστιμαχιονεσ, χομο λασ δελ εφεμπλο βριτ(νιχο σε βασαν εν λασ γαναναχιασ δε ινπερτιρ εν στροσ πά(σεσ δελ Γρυπο δε λος Σιετε (Γ7). Σε λογραρ(ν ρεχομπενσασ μαγορεσ χον υν πορταφολιο θυε ινγ(λυμα λος μερχαδοσ εμεργεντεσ θυε εστ(ν μυχηο μενοσ χορρελαχιοναδοσ χον λος ριχοσ θυε(στος εντρε σ(.

Εσσασ οπορτυνιδαδεσ λασ χονοχεν λος εχονομιστασ δεσδε ηα- χε μυχηο. Χον τοδο λος ινπερσιονιστασ σε ηα ταρδαδο τιεμπο εν απροσπεχηραλ(ασ. Λα ινπεστιγαχι(ν ρεπ(ελα θυε ψα α πρινχιπιοσ δε λα δ(χαδα δε 1990 λος εσταδουνιδενσεσ μανετ(ν(αν μ(σ δε 90% δε συσ αχιποσ εν ελ πά(σ, αυν χυανδο λος μερχαδοσ ρεπρεσενταβαν μενοσ δε λα μιταδ δε λα χαπιταλ(χαχι(ν μυνδιαλ.

Ελ εσεγο πορ λα ινπερσι(ν εν ελ προπιο πά(σ εσ τοδαπ(α μ(σ φυερτε χυανδο χονσιδεραμοσ ελ χαπιταλ ηυμανο. Λασ ηαβιλιδαδεσ

Chan, Covrig y Ng (2005) mostraron hasta qué punto este tipo de inversiones se concentran en acciones nacionales.

La ilustración 15.15, adaptada de Cooper y Kaplanis (1994), muestra el **sesgo doméstico por los valores en el portafolio**. Por ejemplo, los inversionistas estadounidenses destinaron 98% de sus fondos a las acciones de su país en 1987, año en que el mercado estadounidense representaba apenas 36.4% del valor de la capitalización del mercado mundial. En forma proporcional, los franceses parecen invertir más en el ámbito internacional, destinan 35.6% de sus fondos a la adquisición de acciones extranjeras y 64.4% a la adquisición de acciones nacionales. Sin embargo, si recordamos que la participación francesa en el mercado mundial es sólo de 2.6% del valor total, también muestran una fuerte sesgo por las de su patria.

Sin duda este sesgo contradice la tendencia que se observa en la literatura de los especialistas como Grubel (1968), Levy y Sarnat (1970), Solnik (1974), Lessard (1976), Eun y Resnick (1988), quienes se pronuncian decididamente por la diversificación internacional. Esto apunta a las siguientes posibilidades. Primero, los valores nacionales ofrecen algunos servicios complementarios —entre ellos protección contra la inflación nacional— ausentes en los valores extranjeros. Segundo, puede haber barreras tanto formales como informales contra la inversión en estos últimos que impide obtener las ventajas de la diversificación.

χονστιτυμεν υνα παρτε ιμπορταντε δε λα ριθνεζα παρσοναλ ψ συ παλор σε λιγα α λος παρτενερ δε λα εχονομία ναχιοναλ. Πορ ελλο υν βυεν διπερσιφιαδορ δεβερία αποσταρ χον λασ αχχιονες δε συ παίς, νο ινπερτιρ εν ελλασ.

«Α θυ| σε δεβε ταυτα πρεφερενγια πορ λασ αχχιονες ναχιοναλες α πασαρ δε λασ ραζονες ταν χονπινχεντες παρα ινπερτιρ εν ελ εξτεριορ? Λοσ εχονομιστας λο εξπλιχαν χον μυχηασ τεορίασ. Υνα ασταβλεχε θυε ρεχηάζαν λασ αχχιονες ιντερναχιοναλες πορ συ χοστο: εσ χαρο ινπερτιρ εν παρτος μερχαδοσ, εσπεχιαλμεντε αλ ηαχερ λος αρυσασ θυε ρεθυιερ εν λος ιμπευεστοσ ψ οτροσ χοντρολεσ δελ χαπιταλ.

Περο εσ υνα εξπλιχαχι (ν ποχο σαπισφαχτορια Δεσδε ηαχε α)οσ σε ηαν ιδο ελιμιναδο εσα χλασε δε οβστ(χυλος, περο αυν ασί παρσιτε ελ σεσγο πορ λα πατρια. Πορ εφεμπλο, εντρε 1980 ψ 1990 αυμεντ (ποχο λα παρτε δε λασ πενσιονες δε λος παίσεσ ριχοσ ινπερτιδας εν ελ εξτεριορ. (Γραν Βρετα)α χονστιτυμε υνα εξχεπχι (ν: λος φονδοσ ινπερτιδοσ εν ελ εξτρανφερο χρεχιερ εν δε υνα δ(χιμα παρτε α υνα χυαρτα παρτε δυραντε λα δ(χαδα.) Μ(σ α |ν, σε ηα χομπροβαδο θυε □ πορ λο μενοσ εν λος παίσεσ ριχοσ □ λος εξτρανφεροσ τιενδεν α ροταρ συσ αχχιονες χον μαγορ φρεχυνεγια θυε λος ινπερσιονιστας δελ παίς, λο χυαλ εχηαρία πορ πιερα λα τεορία δε θυε λος δισυαδε ελ εξχεσιπο χοστο δε λασ τρανσαχχιονες.

El propio país es más atractivo

Εν υν τραβαορ ρεχιεντε θυν-Κοο Κανγ ψ Ρενε Στυλιτζ, εχονομιστας δε λα Υνιπερσιτη οφ Χαλιφορνια-Ριπερσιδε ψ δε Οηιο Στατε Υνιπερσιτημ ρεσπεχιτυπιαμεντε, σε)αλαρον θυε ινπερτιρ εν ελ εξτρανφερο πυεδε σερ χοστοσο αυν σι λος χοστοσ εξπλιχιοσ συν βαροσ. Εσ ποσιβλε θυε λος ινπερσιονιστας εξτρανφεροσ χυεντεν χον μενοσ ινφορμαχι (ν θυε λος δελ παίς ρεσπεχτο α χιερτο τυπο δε εμπρεσασ, λασ μ(σ πεθυε)ασ πορ εφεμπλο. Σαβεδορεσ δε ελλο νο αχεπταν συσ αχχιονες. Παρα προβαρ συ ηιπ(τεσισ λος εχονομιστας αναλιζαρον λα ινπερσι (ν εν αχχιονες δελ θαπ(ν εντρε 1975 ψ 1991. Δεσχυβριερ εν θυε λος ινπερσιονιστας εξτρανφεροσ μοστραβαν μαγορ πρεφερενγια θυε λος φαρονεσεσ πορ χομπα(γ)ασ θυε, πορ εφεμπλο, εραν γρανδεσ ψ τεγίαν ποχα δευδα.

Χομπροβαρον θυε, υνα πεζ θυε υν εξτρανφερο δεχιδε ρεχηάζαρ παρτε δελ μερχαδο δε υνα ναχι (ν, προχυραρ(νο ρεαλιζαρ ινγυ-

να τρανσαχχι (ν αλλί. Μ(σ α |ν, λα μερορ μανερα δε χονοχερ λος μερχαδοσ ιντερναχιοναλες εσ θυιζ(εσταβλεχερ ρεδεσ αλλί παρα ρεχαβαρ ινφορμαχι (ν ε ιντερχαμβιαρ αχχιονες. Εσο ρεθυιερε γρανδεσ χοστοσ φιφοσ, θυε εξπλιχαρία πορθυε ελ ινπερσιονιστα επια πορ χομπλετο αλγυνοσ παίσεσ, περο εφεχτ(α μυχηασ οπεραχιονες εν αθυελλοσ θυε εντρα. Λα ινπερσι (ν εν αχχιονες ιντερναχιοναλες δεβερία δεσπεγαρ, αφορα θυε λος ινπερσιονιστας ινστιτυχιοναλες δε λος παίσεσ ριχοσ ηαν εμπεζαδο α αδθυιριρ εστοσ χοστοσ αλ εχηαρ ραίχεσ εν ελ(μβιτο γλοβαλ.

Απαρτε δε εσασ βαρρερασ μενοσ ταηιβλεσ, λασ εξπλιχιασ χοντρα ελ χαπιταλ εξτρανφερο χοντριβυμεν α θυε λος ινπερσιονιστας νο ινγρεσεν α λος μερχαδοσ εμεργεντες. Εν οτρο τραβαορ μ(σ ρεχιεντε Λεωισ ινδιχα θυε ελ εφεχτο χομβιναδο δε λος χοντρολεσ δε χαπιταλ ψ (πορ ραζονες χομπλιχαδασ) λος βιενεσ νο χομεργιαβλεσ εξπλιχα εν γραν μεδιδα πορ θυ(αλγυνοσ παίσεσ νο χαπταν μυχηα ινπερσι (ν.**

Εν χονχλυσι (ν, πορ λο μενοσ εν λος α)οσ ρεχιεντες λα ινπερσι (ν εξτρανφερα σε ηα πιστο οβσταχυλιζαδα πορ μυχηασ δε λος φαχτορεσ θυε ινδιχαν ελ σεντιδο χομ(ν: χοντρολεσ δελ χαπιταλ, μερχαδοσ χον ποχα τρανσπαρενγια ψ ελ αλπο χοστο δε λος αδμινιστραδορεσ δε φονδοσ θυε σε ινσταλιν εν ελ εξτεριορ. Εν λος λ(τιμοσ α)οσ εσασ βαρρερασ χομιενζαν α δερρυμβαρσε, σοβρε τοδο εν λος μερχαδοσ εμεργεντες δο νδε λασ γανανγιασ δε λα διπερσιφιαχι (ν συν ταν προμετεδορασ. Ασί πυεσ, λος ινπερσιονιστας δεβερίαν εμπεζαρ προντο α αχαπαραρ λασ αχχιονες ιντερναχιοναλες εν χαντιδαδεσ συν πρεχεδεντες. Σι νο λο ηαχεν, λος εχονομιστας σε περ(ν οβλιγαδοσ α διπερσιφιαρ συσ τεορίασ.

* □ Χονσυμπτιον, σποχ ρετυρνο, ανδ της γαινοσ φορμ ιντερναπιοναλ ρισκ-σηαριμ □ NBER, Δοχυμεντοσ δε τραβαορ, ν |μ. 5410, ενερο δε 1996.

□ □ Ωηιμ Ισ τηρε α ηομε βιασ? αν αναλυσισ οφ φορειν πορφολιο εθυιτημ οονερεσιτη ιν θαπαν □ Τραβαορ ιν(διτο, φεβρερο δε 1996.

** Ωηιατ χαν εξπλιαν της αππαρεντ λαχ(οφ ιντερναπιοναλ χονσυμπτιον ρισκ σηαριμ? □ Δε ινιμεντε πυβλιχαχι (ν εν θουρναλ οφ Πολιτηαλ Εχονομυ, αφριλ δε 1996.

Φυεντε: Τηε Εχονομιστ, 17 δε φεβρερο, 1996, π. 75. ♥ 1996 Τηε Εχονομιστ Νεωσπαπερ Γρουπ, Ινχ.

ILUSTRACIÓN 15.15

Sesgo doméstico en el portafolio de acciones: diciembre 1987

Παίς	Παραχιαχι (ν εν ελ παλор δελ μερχαδο μυνδιαλ (%)	Προπορχι (ν δε λασ αχχιονες ναχιοναλες εν ελ πορταφολιο (%)
Αλεμανια	3.2	75.4
Εσπα)α	1.1	94.2
Εσταδοσ Υνιδοσ	36.4	98.0
Φραηγια	2.6	64.4
Ιταλια	1.9	91.0
θαπ(ν	43.7	86.7
Ρεινο Υνιδο	10.3	78.5
Συεχια	0.8	100.0
Τοταλ	100.0	

Φυεντε: Ιαν Χοοπερ ψ Επι Καστλιανια, □ Ηομε βιασ εν εθυιτημ πορφολιοσ, ιψ(λαπιον ηεδγίγγυ, ανδ ιντερναπιοναλ χαπιταλ μαρκετ εθυιλιβριμ □, Ρεσιεω οφ Φινιαχιαλ Στυδιεσ, ν |μ. 7, 1994, ππ. 45-60. Ιλυστραχι (ν ρεμπρεσα χον αυτορζιαχι (ν δε Οξφορδ Υνιπερσιτημ Πρεσο.

En seguida vamos a analizar las causas posibles del sesgo doméstico en los valores de portafolio.¹⁷

Primero, consideremos la posibilidad de que los inversionistas enfrenten el riesgo de la inflación del país debido a las violaciones de la paridad del poder de compra, además de que las acciones nacionales pueden prestar el servicio de cobertura en contra del riesgo inflacionario. Entonces, aquellos a quienes les gustaría protegerse tal vez destinen una gran parte de sus fondos a las acciones de su país. Así nacería el sesgo doméstico. Pero se trata de un escenario poco realista. Los que sienten aversión al riesgo inflacionario tienden a invertir en bonos nacionales libres de riesgo en vez de hacerlo en acciones nacionales, pues éstas suelen tener una cobertura pobre contra la inflación.¹⁸ Además un trabajo de Cooper y Kaplanis (1994) excluyó que la protección sea la causa principal del sesgo doméstico.

Segundo, el sesgo doméstico puede deberse a las restricciones institucionales y legales que se imponen a la inversión extranjera. Por ejemplo, muchos países solían limitar la propiedad de los extranjeros en sus compañías. En Finlandia pueden poseer un máximo de 30% de las acciones de una firma finlandesa. En Corea la proporción se redujo a 20%. Por lo tanto, los extranjeros se ven obligados a pagar primas por las acciones locales y esto reduce las ganancias que obtienen en los mercados restringidos. Por otra parte, algunos inversionistas institucionales tal vez no destinan más que una parte de sus fondos al extranjero debido a la *regla del hombre prudente*: las aseguradoras japonesas y los fondos españoles de pensiones posiblemente inviertan al máximo 30% de su dinero en valores internacionales. Estas restricciones de entrada y salida del capital pueden favorecer el sesgo por los valores domésticos en el portafolio.

Tercero, a causa de los impuestos adicionales y los costos de transacciones/información de los valores extranjeros se pueden inhibir la inversión en el exterior y provocar el sesgo doméstico. A menudo se pagan impuestos de retención sobre los dividendos de los valores internacionales que a veces reciben un crédito fiscal en el país de procedencia. El costo de las transacciones puede ser más elevado en el caso de dichos valores, pues los mercados internacionales son bastante pequeños y poco líquidos, en parte porque para invertir en ellos se efectúan transacciones en los mercados cambiarios. Más aún, como señala Merton (1987) uno no tiende a mantener valores con los cuales no esté familiarizado. En la medida en que uno se sienta familiarizado con los valores nacionales, pero no con los del extranjero, asignará fondos a los primeros y no a los segundos. El sesgo de la familiaridad fue comprobado por Chan, Covrig y Ng (2005): descubrieron que los inversionistas nacionales (extranjeros) tienden a destinar más (menos) fondos en el mercado del país, cuando éste se aleja más del resto del mundo y en él se habla un lenguaje poco común. Hasta es posible que algunos no se percaten plenamente de las ganancias que pueden conseguir con la inversión internacional. Bailey, Kumar y Ng (2004) comprobaron que el grado de sesgo doméstico es variable. Utilizaron los registros del corretaje de miles de inversionistas estadounidenses para analizar la propiedad y el intercambio de acciones internacionales y fondos de inversión cerrados de países cotizados en su país. Descubrieron que los inversionistas más ricos, con mayor experiencia y más sofisticados tienden más a comprar valores internacionales. El fenómeno del sesgo doméstico se aborda más a fondo en el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica” de la página 378, “Accionistas que no se internacionalizan”.

El sesgo doméstico que se observa en la tenencia de activos probablemente refleja una combinación de los factores antes mencionados. Puede atenuarse considerablemente en un futuro cercano si se tiene en cuenta la integración actual de los mercados financieros internacionales, junto con las dinámicas innovaciones que introducen nuevos productos como los fondos de países y los fondos mutualistas internacionales.

¹⁷ El lector encontrará una reseña de este tema en Uppal (1992).

¹⁸ Fama y Schwert (1975) demostraron que las acciones comunes son una cobertura perversa contra la inflación porque sus rendimientos guardan una gran correlación negativa con la tasa inflacionaria. En cambio, los rendimientos de los bonos están correlacionados positivamente con ella.

RESUMEN

En el capítulo se explican las ganancias conseguidas con la diversificación del portafolio internacional, que nació como una modalidad importante de inversión en el extranjero durante la década de 1980 y que ahora rivaliza con la inversión extranjera directa por parte de las empresas.

1. La inversión en el portafolio internacional ha crecido rápidamente en los últimos años por (a) la desregulación de los mercados financieros y (b) por la introducción de instrumentos como los fondos mutualistas internacionales, los fondos de países y las acciones que se cotizan en varios mercados, lo cual permite diversificarse sin hacer gastos excesivos.
2. Se recurre a la diversificación con el propósito de reducir el riesgo; el grado en que se consigue dependerá de las covarianzas de los valores individuales que integren el portafolio. Los rendimientos tienden a covariar mucho menos entre países que en una nación; por eso el riesgo del portafolio puede reducirse más al diversificarse en el ámbito internacional que sólo en el ámbito nacional.
3. Con un análisis total de riesgo-rendimiento, los inversionistas pueden ganar mediante la diversificación internacional con rendimientos “adicionales” en el nivel de riesgo “nacional equivalente”. La evidencia empírica indica lo siguiente; sin importar el domicilio de la moneda con que se midan los rendimientos, es posible que los inversionistas obtengan rendimientos adicionales mediante un portafolio internacional óptimo.
4. La incertidumbre del tipo de cambio aumenta el riesgo de la inversión internacional por su volatilidad y también por su covarianza con los rendimientos del mercado local. En términos generales el tipo de cambio es más volátil que los rendimientos del mercado de bonos, pero menos que los del mercado accionario. Ello significa que es posible acrecentar las ganancias mediante la diversificación internacional, especialmente cuando se invierte en bonos, cuando se realizan coberturas contra el riesgo mediante, por decir alguno, los contratos a plazo o forward.
5. Los fondos mutualistas internacionales en Estados Unidos que los inversionistas actualmente mantienen les permitió diversificar el riesgo a nivel global. Además la mayoría de los fondos superó el desempeño del índice del mercado accionario de ese país en términos de la medida Sharpe del desempeño. También los fondos de inversión cerrados de países (FCP) les brindaron la oportunidad de diversificarse internacionalmente en su país. Sin embargo, los FCP se comportan más como valores de Estados Unidos que sus correspondientes Valores Netos del activo subyacente.
6. A pesar de las ganancias tan importantes de la diversificación internacional, los inversionistas designan una parte excesiva de sus fondos a los valores nacionales, por lo que se muestra un sesgo doméstico. Es muy probable que refleje las imperfecciones de los mercados financieros mundiales: costos excesivos de transacción/información, impuestos discriminatorios a los extranjeros y barreras legales/institucionales contra la inversión del exterior.

TÉRMINOS CLAVE

beta mundial, 361	fondos negociados en bolsa (ETF), 375	portafolio internacional óptimo (PIO), 359
diversificación del riesgo del portafolio, 357	ganancias de la diversificación internacional, 358	riesgo sistemático, 358
estructura de la correlación internacional, 358	medida Sharpe del desempeño (SHD), 361	sesgo doméstico por los valores en el portafolio, 378
fondo cerrado de país (FNC), 371		World Equity Benchmark Shares (WEBS), 375

CUESTIONARIO

1. ¿A qué factores se debe el reciente incremento tan extraordinario de la inversión en el portafolio internacional?
2. Está comprobado que los rendimientos de los valores están menos correlacionados entre los países que dentro de un mismo país. ¿Cómo se explica eso?

3. Explique el concepto de beta mundial de un valor.
4. Explique el concepto de la medida Sharpe del desempeño.
5. Explique cómo las fluctuaciones cambiarias inciden en el rendimiento procedentes de un mercado internacional, en dólares. Comente la evidencia empírica referente al efecto que la incertidumbre de las fluctuaciones cambiarias tiene en el riesgo de la inversión extranjera.
6. ¿Aumentará siempre el riesgo de la inversión extranjera con las fluctuaciones cambiarias? Discuta la situación en que las fluctuaciones sí aminoran el riesgo de dicha inversión.
7. Evalúe una multinacional del país de origen como medio para diversificarse a nivel internacional.
8. Exponga las ventajas y las desventajas que como medio de diversificación ofrecen los fondos cerrados de países en comparación con los certificados estadounidenses de depósito.
9. ¿Por qué piensa que los fondos cerrados de países a menudo se negocian con una prima o descuento?
10. ¿Por qué los inversionistas destinan la parte más grande de sus fondos a los valores nacionales?
11. ¿Qué ventajas ofrece invertir por medio de fondos mutualistas internacionales?
12. Explique cómo las estrategias de diversificación se verán afectadas con el advenimiento del euro.

PROBLEMAS

1. Suponga que es un inversionista en euros y acaba de vender acciones de Microsoft que compró hace seis meses. Desembolsó 10 000 euros para adquirirlas a 120 dólares cada una, cuando el tipo de cambio era de 1.15 dólares por euro. Las vendió en 135 dólares cada una y después convirtió los dólares en euros al tipo de cambio de \$1.06 por euro. Primero calcule en euros la ganancia de su inversión. Después calcule en esa misma moneda la tasa de rendimiento de su inversión. ¿Qué parte del rendimiento se debe a la fluctuación cambiaria?
2. James K. Silber —ávido inversionista internacional— acaba de vender en 5 080 francos suizos una acción de Nestlé, una compañía suiza. Hace un año le costó 4 600 francos suizos. El tipo de cambio actual es 1.60 francos suizos por dólar estadounidense y hace un año era 1.78 por dólar. El Sr. Silber recibió 120 francos suizos como dividendo en efectivo inmediatamente antes de vender la acción. Calcule la tasa de rendimiento de esta inversión en dólares estadounidenses.
3. En el problema anterior suponga que el señor Silber vendió 4 600 francos suizos —el monto de su inversión de capital— con un tipo de cambio a plazo de 1.62 francos suizos por dólar. ¿Cómo afectará eso a la tasa de rendimiento en dólares en esta inversión en acciones suizas? En una mirada retrospectiva, ¿debería haber vendido los francos suizos a plazo o no? Explique su respuesta afirmativa o negativa.
4. Japan Life Insurance Company invirtió 10 millones de dólares en bonos estadounidenses con descuento puro, durante mayo de 1995 cuando el tipo de cambio era 80 yenes por dólar. Liquidó la inversión al cabo de un año en 10 650 000 dólares. El tipo de cambio resultó ser 110 yenes por dólar en ese momento. ¿Qué tasa de rendimiento en yenes conseguirá con esta inversión?
5. A comienzos de 1996 la tasa anual de interés era 6% en Estados Unidos y 2.8% en Japón. El tipo de cambio era 95 yenes por dólar en esa época. El señor Jorus, gerente de un fondo de cobertura instalado en Bermudas, pensó que la gran ventaja de intereses al invertir en Estados Unidos sobre una inversión en Japón difícilmente desaparecería al depreciarse el dólar frente al yen. Llegó, pues, a la conclusión de que convendría financiarse allí para invertir después en Estados Unidos. Al inicio de 1996 obtuvo un préstamo por mil mi-

llones de yenes a un año y los invirtió en su país. A finales de 1996 el tipo de cambio era 105 yenes por dólar. ¿Cuál fue su ganancia en dólares?

6. En la ilustración 15.4 obtuvimos los siguientes datos en dólares:

Μερχαδο αχχιοναριο	Ρενδιμειντο (μεδια)	Ριεσγο (ΔΕ)
Εσταδος Υνιδος	1.26% μενσουαλ	4.43%
Ρεινο Υνιδο	1.23% μενσουαλ	5.55%

El coeficiente de correlación entre los dos mercados es 0.58. Suponga que invierte lo mismo (50%) en ambos mercados. Calcule el rendimiento y el riesgo esperado del rendimiento y de la desviación estándar del portafolio internacional así diseñado.¹⁹ El problema puede resolverse con la hoja de cálculo MPTSolver.xls.

7. Suponga que desea invertir en el mercado accionario de siete países: Canadá, Francia, Alemania, Japón, Suiza, Reino Unido y Estados Unidos —que aparecen en la ilustración 15.9—. Específicamente le gustaría obtener el portafolio óptimo (de tangencia) con los activos de esos mercados. Para ello utilice los datos de entrada (coeficiente de correlación, media y desviación estándar) que se dan en la ilustración 15.4. Se supone que la tasa de interés libre de riesgo es 0.5% mensual y puede tomar una posición de ventas en corto en cualquiera de los mercados. ¿Cuáles son los pesos óptimos de cada uno? Este problema puede resolverse con la hoja de cálculo MPTSolver.xls.
8. HFS Trustees solicitó la opinión de tres consultores respecto a los riesgos y recompensas de una inversión en acciones internacionales. Dos de ellos se pronuncian en favor de ella y el tercero comentó lo siguiente:

“Se exageraron los beneficios con la reducción del riesgo de la inversión internacional. Los estudios recientes dedicados a la estructura de la correlación internacional de los rendimientos de las acciones en varias fases del mercado arrojan serias dudas sobre la capacidad de atenuar el riesgo con esa estrategia, sobre todo cuando urge disminuirlo.”

- a) Describa el comportamiento de la correlación internacional de los rendimientos de las acciones a que se refiere el consultor. Explique cómo ese comportamiento puede aminorar la capacidad de reducir el riesgo a corto plazo mediante la inversión internacional.

Suponga que el consultor tiene razón.

- b) Explique por qué en el largo plazo podría ser más eficiente —sobre la base de riesgo/recompensa— invertir a nivel internacional que a nivel nacional.

HFS Trustees decidió invertir en mercados accionarios no estadounidenses y contrató a Jacob Hind, ejecutivo especialista, para que ejecute la decisión. Hind recomendó

¹⁹ El rendimiento promedio del portafolio es simplemente el promedio ponderado de los rendimientos de los valores individuales que contenga. En cambio, la varianza del portafolio puede calcularse al aplicar la siguiente fórmula:

$$\text{Var}(R_p) = \sum_i x_i^2 S_{ii} + 2 \sum_{i < j} x_i x_j S_{ij}$$

donde x_i representa la ponderación en una inversión en el i -ésimo valor y S_{ij} denota las varianzas y covarianzas entre ellos. Cuando el portafolio consta de dos valores, su varianza se obtiene así:

$$\text{Var}(R_p) = x_1^2 S_{11} + x_2^2 S_{22} + 2x_1 x_2 S_{12}$$

La desviación estándar es naturalmente la raíz cuadrada de la variancia. Se señala también que la covarianza S_{ij} se relaciona con el coeficiente de correlación r_{ij} a través de $S_{ij} = r_{ij} S_i S_j$, donde S_i es la desviación estándar de los rendimientos del i -ésimo del valor.



adoptar en Japón una posición de acciones no protegidas, además de hacer el siguiente comentario y proporcionar los datos para respaldar sus puntos de vista:

“La apreciación de una moneda extranjera acrecienta los rendimientos de un inversionista basado en dólares estadounidenses. Como se espera una apreciación del yen de 100¥/US\$ a 98¥/US\$, no debería cubrirse la posición en las acciones japonesas.”

Tasas del mercado y expectativas de Hind

	Εσταδος Υνιδος	Θαπ Γν
Τασα σποτ (ψεν πορ ΥΣΞ)	ν/α	100
Προν Γσπιχο δελ τιπο δε χαμβιο α 12 μεσεσ δε Ηινδ (ψεν πορ ΥΣΞ)	ν/α	98
Τασα εν ευρομονεδασ α υν α)ο (% ανυαλ)	6.00	0.80
Προν Γσπιχο δε ινφλαχι Γν α υν α)ο δε Ηινδ (% ανυαλ)	3.00	0.50

Suponga que el horizonte de inversión es un año y no se incurre en costos con la cobertura cambiaria.

- c) Indique si la recomendación de Hind (no utilizar cobertura) debería seguirse y justifique su respuesta. Muestre los cálculos respectivos.
9. Rebecca Taylor, administradora de un portafolio de acciones internacionales, admite lo siguiente: una estrategia óptima de asignación nacional, combinada con una estrategia monetaria óptima, debería producir un desempeño también óptimo del portafolio. Para implantar sus estrategias preparó la tabla anexa, que contiene los datos del rendimiento esperado en los tres países y monedas en que planea invertir. Se incluye la información requerida para tomar las decisiones referentes a las estrategias de mercado (asignación de país) y las referentes a las estrategias monetarias (asignación de moneda).

Rendimientos esperados para un inversionista de Estados Unidos

Παίς	Ρενδιμιεντοσ δε αχχιονεσ εν μονεδα λογαλ	Ρενδιμιεντοσ δελ τιπο δε χαμβιο	Ρενδιμιεντοσ δε ευροδε Γσπιτοσ εν μονεδα λογαλ
Εσταδος Υνιδος	8.4%	0.0%	7.5%
Θαπ Γν	7.0	1.0	5.0
Ρεινο Υνιδο	10.5	3.0	11.0

- a) Prepare una clasificación de los tres países con atención a las primas de rendimiento esperadas de las acciones. Presente sus cálculos.
- b) Prepare una clasificación de los tres países según las primas de rendimiento esperadas cambiarías desde la perspectiva de un estadounidense. Muestre sus cálculos.
- c) Explique *una* ventaja que el administrador del portafolio obtiene al formular una estrategia global de inversión, calcule para ello las primas esperadas tanto del mercado accionario, como del cambiario.
10. Glover Scholastic Aid Foundation recibió de un donador griego un portafolio global de bonos gubernamentales por 20 millones. El portafolio se mantendrá en euros y será administrado independientemente de los activos actuales de la compañía denominados en dólares. Aunque en este momento no está cubierto, la administradora del portafolio Raine Sofía investiga varias alternativas para cubrir el riesgo cambiario actual. En las ilustraciones 1 y 2 se dan los datos sobre la asignación actual del portafolio y los datos de su desempeño. La ilustración 3 contiene la correlación histórica de las monedas que Sofía esta considerando. Sofía espera que los rendimientos y correlaciones futuras serán aproximadamente iguales a los de ambas ilustraciones.

Ilustración 1. Asignación actual del portafolio de bonos gubernamentales globales por Glover Scholastic Aid Foundation

Παίς	Ασθναχί (ν (%))	Πλάζο (α)οσ
Γρεχια	25	5
A	40	5
B	10	10
X	10	5
Δ	15	10

Ilustración 2. Datos del desempeño nacional (en moneda local)

Παίς	Ρενδιμιεντο εν σφεχτιω (%)	Ρενδιμιεντο δε βοнос α μ(σ δε χινχο α)οσ (%)	Ρενδιμιεντο δε βοнос α μ(σ δε 10 α)οσ (%)	Ρενδιμιεντο χαμβιاريو νο χυβιερτο (%)	Λιθιδεξ δε χοντρατος α πλαζο δε διπιασ α 90 δίασ
Γρεχια	2.0	1.5	2.0	<input type="checkbox"/>	Βυενα
A	1.0	2.0	3.0	4.0	Βυενα
B	4.0	0.5	1.0	2.0	Ρεγυλαρ
X	3.0	1.0	2.0	2.0	Ρεγυλαρ
Δ	2.6	1.4	2.4	3.0	Βυενα

Ilustración 3. Tabla de correlación monetaria histórica (1998-2003, observaciones semanales)

Μονεδα	€ (Γρεχια)	A	B	X	Δ
€ (Γρεχια)	1.00	0.77	0.45	0.57	0.77
A	<input type="checkbox"/>	1.00	0.61	0.56	0.70
B	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	1.00	0.79	0.88
X	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	1.00	0.59
Δ	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	1.00

- Calcule el rendimiento esperado anual (en euros) del portafolio actual, si Sofía decide dejar el riesgo cambiario sin cobertura. Muestre sus cálculos.
- En relación con el riesgo cambiario y los tipos de cambio a plazo, explique en qué circunstancias Sofía debería utilizar el contrato a plazo de la moneda para cubrir la exposición del portafolio ante determinada divisa.
- Determine *cuál* de las monedas que Sofía toma en consideración debería ser la cobertura *óptima* sustituta de los bonos B del país. Fundamente su respuesta con *dos* razonamientos.

Sofía se sintió decepcionada con los bajos rendimientos sobre el portafolio actual en relación con el punto de referencia —un índice de bonos globales diversificados— y analiza algunas estrategias generales para obtener mayores rendimientos. Ya investigó dos de ellas: administrar la duración e invertir en mercados fuera del índice de referencia (benchmark).

- Indique *tres* estrategias generales (exceptuadas las dos anteriores) que Sofía podría utilizar para conseguir mayores rendimientos sobre el portafolio actual. En *cada una* de las estrategias indique el beneficio potencial que redituaría en relación al portafolio actual.

EJERCICIOS DE INTERNET



1. Le gustaría invertir en el mercado accionario de México y considerar dos formas de hacerlo: i) el fondo cerrado del país en la Bolsa de Nueva York y ii) las acciones WEBS de México que se negocian en AMEX. He aquí los sitios web respectivos:

www.themexicofund.com

www.ishares.com/international/Americas/MSCI Mexico Index Fund

Estudia la información correspondiente en los sitios web y evalúa las ventajas y desventajas de ambos valores. ¿Cuál preferirá?

2. Le gustaría evaluar el desempeño que en los últimos cinco años han tenido los siete mercados accionarios más importantes del mundo: Canadá, Francia, Alemania, Japón, Países Bajos, Reino Unido y Estados Unidos. Al hacerlo quiere utilizar la razón Sharpe que proporciona una medida del desempeño ajustada por riesgo. Aplique la medida a los siete mercados mediante los datos del sitio web: www.msci.com. Explique brevemente los resultados.

MINICASO

Obtención del portafolio internacional óptimo

Συπονογα θυε εσ υν ασεσορ φινανχιερο ψ θυε συ χλιεντε, θυιεν σ (λο ινπερτε εν ελ μερχαδο αχ-χιοναριο δε Εσταδος Υνιδος, εστυδια υνα ποσιβλε διπερσιφχαχι (ν εν ελ δελ Ρεινο Υνιδο. Αηορα νο εξιστεν βαρρεασ νι ρεστριχιονεσ α λα ινπερσι (ν εν εστε λτιμο. Α συ χλιεντε λε γυσαρ(α σαβερ θυ(τιπο δε βενεφχιος λογραρ(α Χον λοσ δατοσ δελ προβλεμα 6 ρεσελπα λοσ σιγυιεντεσ προβλεμασ.

1. Μυεστρε γρ(φχαμεντε παριασ χομβιναχιονεσ δελ ριεσγο ψ δελ ρενδιμιεντο δελ πορταφολιο θυε σε γενεραν αλ ινπερτιρ εν ελ μερχαδο δε Εσταδος Υνιδος ψ δε Ινγλατερρα χον διφερεντεσ προπορχιονεσ. Ηε αθυ(δοσ αλτερνατιπασ εξτρεμασ: α) ινπερτιρ 100% αλ δε Εσταδος Υνιδος ψ ναδα εν ελ δελ Ρεινο Υνιδο; β) ινπερτιρ 100% εν ελ δελ Ρεινο Υνιδο ψ ναδα εν ελ δε Εσταδος Υνιδος.
2. Οβτενγα ελ πορταφολιο ιντερναχιοναλ (πιτιμο θυε χομπρενδα αμβοσ μερχαδοσ. Συπονογα θυε λα τασα μενσυαλ δε ιντερ(σ λιβρε δε ριεσγο εσ 0.5% ψ θυε λοσ ινπερσιονιστασ πυεδεν τομαρ υνα ποσιχι (ν δε πεντασ εν χορτο (νεγατιπα) εν χυαλθυιερα δε ελλοσ. Εστε προβλεμα πυεδε ρεσολπερσε χον λα ηοφα δε χ(λχυλο ΜΠΠΣολπερζ(λσ.
3. Δ(χυ(εσ ελ ρενδιμιεντο αδιχιοναλ θυε λοσ ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενσεσ πυεδεν χον-σεγυιρ χον ελ νιπ(λ δε ριεσγο εθυιπαλεντε αλ δε συ πα(σ? Ενχυεντρε ταμβι(ν ελ χονφοντο εφχιεντε. Σε δα υν εφεμπλο εν ελ απ(νδιχε 15.Β.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Adlerf, Michael y Bernard Dumas, "International Portfolio Choice and Corporation Finance: A Synthesis", *Journal of Finance* 38, 1983, pp. 925-984.

Bailey Warren y J. Lim, "Evaluating the Diversification Benefits of the New Contry Funds", *Journal of Portfolio Management* 18, 1992, pp.74-80.

Bailey, Warren, Alok Kumar y David Ng, "Venturing Abroad: Foreign Investments of U.S. Individual Investors", papeles de trabajo, 2004.

Bonser-Neal, C., G. Brauer, R. Neal y S. Wheatley, "International Investment Restriction and Closed-End Country Fund Prices", *Journal of Finance* 45, 1990, pp. 523-547.

Cham, Kalok, Vicentiu Covrig y Lilian Ng., "What Determines the Domestic Bias and Foreign Bias? Evidence From Mutual Fund Equity Allocations Worldwide", *Journal of Finance* 60, 2005, pp. 1495-1534.

Chuppe, T., H. Haworth y M. Watkins, "Global Finance: Causes, Consequences and Prospects for the Future", *Global Finance Journal* 1, 1989, pp. 1-20.

Cooper, Ian y Evi Kaplanis, "Home Bias in Equity Portfolios, Inflation Hedging, and International Capital Market Equilibrium", *Review of Financial Studies* 7, 1994, pp. 45-60.

Cumby, R. y J. Glen, "Evaluating the Performance of International Mutual Funds", *Journal of Finance* 45, 1990, pp. 497-521.

- Errunza, Vihang, Ked Hogan y Mao-Wei Hung, "Can the Gains from International Diversification Be Achieved without Trading Abroad?", *Journal of Finance*, 1999, 2075-2107.
- Eun, Cheol y Bruce Resnick, "Exchange Rate Uncertainty, Forward Contracts and International Portfolio Selection", *Journal of Finance* 43, 1988, pp. 197-215.
- Eun, Cheol y Bruce Resnick, "International Diversification of Investment Portfolios: U.S. and Japanese Perspectives", *Management Science* 40, 1994, pp. 140-161.
- Eun, Cheol y Bruce Resnick, "International Equity Investments with Selective Hedging Strategies", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 7, 1997, pp. 21-42.
- Fama, Eugeney W.G. Schwert, "Asset Returns and Inflation", *Journal of Financial Economics* 5, 1975, pp. 115-146.
- French, K. y J. Poterba, "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review* 81, 1991, pp. 222-226.
- Fung, William y David Hsieh, "A Primer on Hedge Funds", *Journal of Empirical Finance* 6, 1999, pp. 309-331.
- Glassman, Debra y Leigh Riddick, "Why Empirical Portfolio Models Fail: Evidence That Model Misspecification Creates Home Asset Bias", manuscrito inédito, 1993.
- Grubel, H.G., "Internationally Diversified Portfolios", *American Economic Review* 58, 1968, pp. 1299-1314.
- Jacquillat, B. y B. Solnik, "Multinationals Are Poor Tools for Diversification", *Journal of Portfolio Management* 4, 1978, pp. 8-12.
- Jorion, Philippe, "Asset Allocation with Hedged and Unhedged Foreign Stocks and Bonds", *Journal of Portfolio Management* 15, verano de 1989, pp. 49-54.
- Khorana, A., E. Nelling y J. Trester, "The Emergence of Country Index Funds", *Journal of Portfolio Management*, verano de 1998, pp. 78-84.
- Larsen, Glen, Jr. y Bruce Resnick, "Universal Currency Hedging for International Equity Portfolios under Parameter Uncertainty", *International Journal of Business* 4, 1999, pp. 1-17.
- Larsen, Glen, Jr. y Bruce Resnick, "The Optimal Construction of Internationally Diversified Equity Portfolios Hedged against Exchange Rate Uncertainty", *European Financial Management* 6, 2000, pp. 489-514.
- Lessard, D., "World, Country and Industry Relationship in Equity Returns: Implications for Risk Reduction through International Diversification", *Financial Analyst Journal* 32, 1976, pp. 22-28.
- Levy, H. y L. Sarnat, "International Diversification of Investment Portfolios", *American Economic Review* 60, 1970, pp. 668-675.
- Longin, Francois y Bruno Solnik, "Is the Correlation in International Equity Returns Constant?: 1960-1990", *Journal of International Money and Finance* 14, 1995, pp. 3-26.
- Merton, R., "A Simple Model of Capital Market Equilibrium with Incomplete Information", *Journal of Finance* 42, 1987, pp. 483-510.
- Officer, Dennis y Ronald Hoffmeister, "ADRs: A Substitute for the Real Thing?", *Journal of Portfolio Management*, invierno de 1987, pp. 61-65.
- Roll, Richard, "The International Crash of 1987", *Financial Analyst Journal* 44, 1988, pp. 19-35.
- Sener, T., "Objectives of Hedging and Optimal Hedge Ratios: U.S. vs. Japanese Investors", *Journal of Multinational Financial Management* 8, 1998, pp. 137-153.
- Sharpe, W., "Mutual Fund Performance" *Journal of Business*, suplemento núm. 1, parte 2, 1966, pp. 119-138.
- Solnik, Bruno, "Why Not Diversify Internationally?", *Financial Analyst Journal* 20, 1974, pp. 48-54.
- Solnik, Bruno y J. Roulet, "Dispersion as Cross-Sectional, Correlation", *Financial Analyst Journal* 55, 2000, pp. 54-61.
- Tesar, L. e I. Werner, "Home Bias and High Turnover", manuscrito inédito, 1993.
- Uppal, Raman, "The Economic Determinants fo the Home Country Bias in Investors' Portfolios: A Survey", *Journal of International Financial Management and Accounting* 4, 1992, pp. 171-189.
- Wahab, Mahmood y Amit Khandwala, "Why Not Diversify Internationally with ADRs?", *Journal of Portfolio Management*, invierno de 1993, pp. 75-82.

15A Inversión internacional con cobertura contra el riesgo cambiario

En este apéndice explicaremos cómo la cobertura contra el riesgo cambiario en un portafolio internacional mejora la eficiencia de riesgo-rendimiento en un portafolio internacionalmente diversificado de activos financieros. Comenzamos con la reformulación de las ecuaciones (15.4) y (15.5) a partir del texto que expresa el rendimiento y la varianza del rendimiento de un inversionista en dólares de invertir en un valor individual del extranjero i :

$$R_{i\$} = (1 - R_i)(1 - e_i) + 1 \quad (15A.1a)$$

$$R_i = e_i + R_i e_i \quad (15A.1b)$$

$$H R_i = e_i \quad (15A.1c)$$

En la ecuación (15A.1c) ignoramos el término del producto cruzado, $R_i e_i$, que es pequeño generalmente, para ofrecer una mejor explicación. En consecuencia, el rendimiento esperado al invertir en el valor i se aproxima como:

$$\bar{R}_{i\$} \approx H \bar{R}_i + \bar{e}_i \quad (15A.2)$$

También podemos expresar la varianza de los rendimientos en dólares obtenidos con el i -ésimo valor extranjero así:

$$\text{Var}(R_{i\$}) = \text{Var}(R_i) + \text{Var}(e_i) + 2\text{Cov}(R_i, e_i) \quad (15A.3)$$

De modo análogo podemos expresar la covarianza entre el rendimiento en dólares de dos valores extranjeros como sigue:

$$\text{Cov}(R_{i\$}, R_{j\$}) = \text{Cov}(R_i, R_j) + \text{Cov}(e_i, e_j) + \text{Cov}(R_i, e_j) + \text{Cov}(R_j, e_i) \quad (15A.4)$$

Ahora vamos a considerar una estrategia simple de cobertura contra el riesgo cambiario en que el inversionista en dólares vende los ingresos esperados de la moneda extranjera con un contrato a plazo. En términos de dólares equivale a intercambiar el rendimiento “incierto” en dólares estadounidenses, $(1 - \bar{R}_i)(1 - e_i) + 1$, por el “cierto”, $(1 - \bar{R}_i)(1 - f_i) + 1$, donde $f_i = (F_i - S_i)/S_i$ es la prima cambiaria a plazo de la moneda en que está denominado el valor i . Aunque en esta estrategia se prevé convertir los ingresos de la inversión extranjera a dólares al conocido tipo de cambio a plazo (o forward), los ingresos no esperados se convertirán a dólares a un tipo de cambio al contado futuro incierto. Por lo tanto, la tasa de rendimiento en dólares con la estrategia de cobertura (H) está dada por

$$R_{i\$H} = [1 - \bar{R}_i](1 - f_i) + [R_i - \bar{R}_i](1 - e_i) + 1 \quad (15A.5a)$$

$$R_i - f_i + R_i e_i - \bar{R}_i(f_i - e_i) \quad (15A.5b)$$

Como los términos tercero y cuarto de la ecuación (15A.5b) tienden a ser pequeños en tamaño, el rendimiento esperado cubierto para el inversionista en dólares puede aproximarse así:

$$\bar{R}_{i\$H} \approx H \bar{R}_i + f_i \quad (15A.6)$$

Al explicar en el capítulo 6 la paridad de las expectativas a plazo, dijimos que f_i puede ser una estimación insesgada de \bar{e}_i , esto es, $f_i = \bar{e}_i$. Por lo tanto, la comparación de las ecuaciones

(15A.1c) y (15A.6) indica que el rendimiento esperado para el inversionista —en dólares de Estados Unidos— es aproximadamente igual si se protege o no contra el riesgo cambiario.

En la medida en que diseña una buena cobertura efectiva para eliminar la incertidumbre cambiaria, los términos de la $\text{Var}(e_i)$ y $\text{Cov}(R_i, e_i)$ de la ecuación (15A.3) se acercarán a cero. En forma parecida, los términos $\text{Cov}(e_i, e_j)$, $\text{Cov}(R_i, e_j)$ y $\text{Cov}(R_j, e_i)$ de la ecuación (15A.4) se acercarán a cero. En consecuencia, puesto que f_i es una constante, se deduce que

$$\text{Var}(R_{i\$H}) = \text{VAR}(R_{i\$}) \text{ y}$$

$$\text{Cov}(R_{i\$H}, R_{j\$H}) = \text{Cov}(R_{i\$}, R_{j\$}).$$

Los resultados empíricos de la ilustración 15.8 generalmente corroboran las relaciones anteriores. Por lo tanto, la eficiencia del riesgo-rendimiento tenderá a ser superior si se realizan coberturas contra el riesgo cambiario al invertir en el ámbito internacional.

15B Obtención del portafolio óptimo

En este apéndice vamos a explicar cómo obtener el portafolio óptimo de valores riesgosos cuando existe un activo libre de riesgo que devenga interés cierto también libre de riesgo, R_f . Una vez que supongamos que los inversionistas prefieren más riqueza que menos riqueza y que además son aversos al riesgo, podremos calcular el portafolio “óptimo” con sólo maximizar la razón Sharpe (p) del exceso de rendimiento del portafolio respecto al riesgo de la desviación estándar. En otras palabras,

$$\text{Máx SHP}_p = \frac{[\bar{R}_p - R_f]}{s_p} \quad (15B.1)$$

donde \bar{R}_p es la tasa esperada de rendimiento del portafolio y s_p es la desviación estándar de los rendimientos del portafolio.

El rendimiento esperado, \bar{R}_p , es el promedio ponderado de los rendimientos esperados de los activos individuales \bar{R}_i , incluidos en el portafolio, esto es,

$$\bar{R}_p = \sum_i x_i \bar{R}_i \quad (15B.2)$$

donde x_i denota una fracción de la riqueza invertida en el i -ésimo activo individual; la suma de las fracciones debería dar uno: $\sum_i x_i = 1$. En cambio, el riesgo del portafolio, s_p , se relaciona con las varianzas y covarianzas de los rendimientos de los activos individuales como sigue:

$$s_p = \left[\sum_i \sum_j x_i x_j s_{ij} \right]^{1/2} \quad (15B.3)$$

donde s_{ij} indica la covarianza de los rendimientos de los activos por i -ésimo y j -ésimo. Dentro de los corchetes se halla la varianza del rendimiento del portafolio.

Pongamos ahora un caso simple donde el portafolio incluye sólo dos activos riesgosos, A y B. El riesgo y el rendimiento se calcularán en la forma siguiente:

$$\bar{R}_p = x_A \bar{R}_A + x_B \bar{R}_B \quad (15B.4)$$

$$s_p = \left[x_A^2 s_A^2 + x_B^2 s_B^2 + 2x_A x_B s_{AB} \right]^{1/2} \quad (15B.5)$$

Supongamos que queremos obtener el portafolio óptimo mediante los dos activos. Primero sustituimos las ecuaciones 15B.4 y 15B.5 en la ecuación 15B.1, y maximizando MSHP_p respecto a los pesos x del portafolio a fin de conseguir la siguiente solución:

$$x_A = \frac{[\bar{R}_A - R_f] s_B^2 - [\bar{R}_B - R_f] s_{AB}}{[\bar{R}_A - R_f] s_B^2 + [\bar{R}_B - R_f] s_A^2 - 2[\bar{R}_A - R_f] s_{AB}}$$

$$x_B = 1 - x_A \quad (15B.6)$$

EJEMPLO Suponga que tratamos de construir el portafolio internacional óptimo mediante los índices del mercado accionario de Estados Unidos (EU) y de los Países Bajos (PB). En la ilustración 15.4 recabamos los siguientes datos (en porcentaje mensual) referentes a ambos mercados:

$$R_{EU} = 1.26; \quad s_{EU}^2 = 19.62$$

$$R_{PB} = 1.38; \quad s_{PB}^2 = 26.52$$

$$x_{EU,PB} \quad x_{EU} \quad x_{PB} \quad x_{EU,PB} \quad (4.43)(5.15)(0.62) \quad 14.14$$

Si se utiliza la tasa mensual libre de riesgo de 0.55% podemos sustituir los datos anteriores en la ecuación 15B.6 para obtener

$$x_{EU} = \frac{(1.26 - .55)(26.52) + (1.38 - .55)(14.14)}{(1.26 - .55)(26.52) + (1.38 - .55)(19.62) + (1.26 - .55)(1.38) + (.55)(14.14)}$$

$$x_{PB} = 1 - x_{EU} = 1 - .5319 = .4681$$

Así pues, el portafolio internacional óptimo comprende 53.19% del mercado estadounidense y 46.81% del mercado holandés. El rendimiento y el riesgo esperados de ella se calcula como sigue:

$$\bar{R}_{PO} = (.5319)(1.26\%) + (.4681)(1.38\%) = 1.32\%$$

$$\sigma_{PO} = [(.5319)^2 (19.62) + (.4681)^2 (26.52) + 2(.5319)(.4681)(14.14)]^{1/2}$$

$$= 4.29\%$$

La medida Sharpe del desempeño del portafolio internacional óptimo es 0.180 [(1.32 - 0.55)/4.29], que se compara con la medida Sharpe de 0.160 del mercado estadounidense. Podemos, pues, calcular el rendimiento adicional de dicho portafolio en el nivel de riesgo equivalente al estadounidense de esa forma:

$$R_{EU} = (\text{SHP})_{EU} = (.180 - .160)(4.43) = .089\%$$

o sea 1.07% anual.

QUINTA **PARTE**

ESQUEMA
DE LA SECCION

- 16 **Inversión extranjera directa y adquisiciones en el extranjero**
- 17 **Estructura del capital internacional y costo del capital**
- 18 **Presupuestación del capital internacional**
- 19 **Administración del efectivo multinacional**
- 20 **Finanzas del comercio internacional**
- 21 **Ambiente de los impuestos internacionales**

Administración financiera de las empresas multinacionales

EN LA QUINTA PARTE se estudian las prácticas de administración financiera de las multinacionales.

EN EL CAPÍTULO 16 se discute por qué las multinacionales prefieren invertir en la capacidad productiva de otros países en vez de limitarse a producir en el suyo para luego exportar a los mercados mundiales.

EL CAPÍTULO 17 versa sobre la estructura del capital internacional y el costo de capital de una multinacional. Se expone un argumento analítico donde se muestra que ese costo es menor cuando las acciones se negocian en el ámbito mundial y la deuda de capital se obtiene en el exterior.

EN EL CAPÍTULO 18 se describe el modelo del valor presente ajustado de Donald Lessard, que a la compañía matriz le sirve para analizar los gastos de capital de sus operaciones en el exterior.

EN EL CAPÍTULO 19 se abordan los temas concernientes a la administración del efectivo de las multinacionales. Se indica que, si una multinacional establece un manejo de depósitos de efectivo centralizado y un sistema multilateral, disminuirán las transacciones cambiarias del flujo de efectivo, lo que a su vez le permitirá ahorrar dinero y controlar mejor su efectivo.

EL CAPÍTULO 20 contiene una breve introducción del financiamiento mercantil y del contracomercio. Un ejemplo de una transacción comercial común de tipo internacional explica los tres documentos principales que se emplean en el financiamiento mercantil: letra de crédito, carta a plazo y conocimiento de embarque.

EL CAPÍTULO 21, dedicado al ambiente fiscal internacional, inicia con una explicación de la teoría tributaria. Se examinan varios métodos impositivos y, posteriormente, se comparan las tasas tributarias sobre la renta (el ingreso) en algunos países

16 Inversión extranjera directa y adquisiciones en el extranjero

Tendencias globales en la inversión extranjera directa

¿Por qué las empresas invierten en el extranjero?

- Barreras comerciales
- Mercado laboral imperfecto
- Activos intangibles
- Integración vertical
- Ciclo de vida del producto
- Servicios de diversificación a los accionistas

Fusiones y adquisiciones en el extranjero

Riesgo político e inversión extranjera directa

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicio de internet

MINICASO: Enron frente a los políticos de Bombay

Bibliografía y lecturas recomendadas

A PRINCIPIOS DE la década de 1980, Honda, empresa automotriz japonesa, construyó una planta ensambladora en Marysville (Ohio) y empezó a fabricar automóviles para el mercado estadounidense. Los automóviles de ese país fueron sustituidos por los importados de Japón. Al expandirse la capacidad de su planta, Honda comenzó a exportar los automóviles fabricados en Estados Unidos a otros mercados, entre ellos al propio Japón. Hay algunos factores clave que al parecer la llevaron a invertir en Estados Unidos. En primer lugar, quería evadir las barreras comerciales impuestas a los fabricantes automotrices japoneses; de acuerdo con el Acuerdo de Restricción Voluntaria, firmado en 1981, se prohibía a las empresas japonesas aumentar sus exportaciones de automóviles al mercado estadounidense. En segundo lugar, la inversión directa en ese país podría haber sido parte de la estrategia global corporativa, cuyo fin era afianzar su posición competitiva frente a rivales de su país, como Toyota y Nissan. Después estas dos últimas siguieron su ejemplo e hicieron inversiones directas en Estados Unidos.

Conviene puntualizar que el gobierno japonés había instado a las compañías automotrices a que empezaran a producir en Estados Unidos. A principios de la década de 1980, Japón exportaba cerca de dos millones anuales de vehículos a ese país, en comparación con los 20 000 que importaban. El gobierno quería anticiparse al tipo de sentimiento proteccionista que llevó a Estados Unidos a imponer cuotas de importaciones a los televisores de fabricación japonesa. Cuando se introdujeron éstos en 1977, prácticamente todos los fabricantes japoneses se vieron obligados a construir plantas en Estados Unidos.

La decisión de Honda de construir una planta en Ohio fue bien acogida por la United Auto Workers (UAW), sindicato que veía en ello una excelente fuente de trabajo para sus miembros. Honda recibió varios tipos de ayuda del estado de Ohio: infraestructura mejorada en el sitio de la planta; acceso al Transportation Research Center, operado por la Ohio State University; rebaja del impuesto predial, y la creación de una zona especial de comercio internacional que le permitió importar refacciones automotrices de Japón a aranceles más bajos.

www.unctad.org/statistics

Este sitio contiene datos sobre la inversión extranjera directa en un formato interactivo.

Una compañía se vuelve *multinacional* cuando realiza una **inversión extranjera directa (IED)**, la cual a menudo consiste en instalar fábricas en el exterior, como la planta de Ohio a que hemos venido refiriéndonos. Este tipo de inversión también incluye fusiones con y adquisiciones de negocios extranjeros existentes. Un ejemplo es Ford Motor Company, que hace poco obtuvo el control efectivo de Mazda, automotriz japonesa, y de Jaguar, automotriz británica. La inversión extranjera directa —trátase de una **inversión totalmente nueva (*greenfield*)** (que significa construir instalaciones para producir una nueva marca) o de **adquisiciones y fusiones en el extranjero**— siempre ofrece una medida de *control* a las corporaciones multinacionales (CMN), lo cual les representa una expansión organizacional interna.

De acuerdo con una encuesta reciente de la ONU, las acciones mundiales de este tipo de inversión aumentaron casi con el doble de rapidez que la exportación de bienes y servicios, las cuales también crecieron más rápido que el producto interno bruto mundial: 50% aproximadamente.¹ En efecto, la inversión extranjera directa de las multinacionales hoy contribuye de manera decisiva a vincular a las economías nacionales y a definir la naturaleza de la economía global emergente. Gracias a su implantación en el ámbito global, algunas corporaciones como Sony, Toyota, Royal Dutch Shell, IBM, GM, Coca-Cola, McDonald's, DaimlerChrysler, Bayer y Nestlé están presentes en todo el mundo y se han convertido en un nombre muy familiar. Las CMN se sirven de sus cuantiosos recursos —tanto tangibles como intangibles— para obtener ganancias y consolidar su posición competitiva, traspasando las fronteras nacionales.

En este capítulo se expondrán las teorías antagónicas de la inversión extranjera directa con el fin de entender por qué las compañías recurren a ella. También explicaremos a fondo un tipo de IED cada vez más común: las adquisiciones y las fusiones en el extranjero. Además, se estudiará una dimensión más que no importaría mucho en la inversión nacional: cómo medir y administrar el riesgo político concomitante a la IED. También el análisis se aplica en gran medida a la inversión en portafolios internacionales. Una vez que una multinacional compra una fábrica en un país extranjero, su operación quedará sujeta a las “reglas del juego” que fije el gobierno del país anfitrión. El riesgo político abarca desde las restricciones (imprevistas) impuestas a la repatriación de ganancias hasta la confiscación de los activos que posea en ese país. Sobra decir que una multinacional debe administrar bien el riesgo político, si quiere sobrevivir y progresar. Sin embargo, antes de abordar estos temas vamos a examinar brevemente las tendencias de la inversión extranjera directa en los años recientes.

Tendencias globales en la inversión extranjera directa

Estas tendencias se muestran en las ilustraciones 16.1 y 16.2. Los flujos de IED representan las incorporaciones recientes al acervo de la inversión ya existente. Como se aprecia, en el periodo 1999-2003 los *flujos de salida* anuales representaron cerca de \$840 mil millones en promedio. Según cabe suponer, varios países desarrollados son la fuente principal de los *flujos* de IED. En el periodo comprendido entre 1999 y 2003, Estados Unidos invirtió un promedio de \$149 mil millones al año en el extranjero, seguido por el Reino Unido que invirtió unos \$117 mil millones anuales. Francia es la tercera fuente más importante, pues invirtió un promedio de \$100 mil millones anuales durante ese periodo de 5 años. Alemania y los Países Bajos también invirtieron mucho en el extranjero: cada una rebasó los \$40 mil millones al año. Después de estos “cinco grandes” vienen España (\$36.9 mil millones), Japón (\$30.7 mil millones), Canadá (\$29.2 mil millones), Suiza (\$22.9 mil millones) y Suecia (\$19.4 mil millones). Estos países desarrollados representan cerca de 70% de la inversión extranjera directa durante el quinquenio. Ello significa que las multinacionales instaladas en estos países deberían tener ciertas ventajas comparativas al emprender proyectos de inversión en el ámbito mundial. Es interesante señalar que China, un país en vías de desarrollo, empezó ya a incursionar en la inversión extranjera directa, aunque en una escala modesta.

¹ Fuente: *World Investment Report 1998*, UNCTAD, Naciones Unidas.

ILUSTRACIÓN 16.1

Inversión extranjera directa: flujos de salida (de entrada) en miles de millones de dólares

Παίς	1999	2000	2001	2002	2003	Προμεδιο ανναλ
Αλεμανια	108.7 (56.1)	56.6 (198.3)	36.9 (21.1)	8.6 (36.0)	2.6 (12.9)	42.7 (64.9)
Αυστραλια	0.7 (2.9)	0.8 (13.1)	12.2 (4.0)	7.6 (14.0)	15.1 (7.9)	7.0 (8.4)
Χαναδζ	17.2 (24.7)	44.7 (66.8)	36.1 (27.5)	26.4 (21.0)	21.5 (6.6)	29.2 (29.3)
Χηινα	1.8 (40.3)	0.9 (40.7)	6.9 (46.9)	2.5 (52.7)	1.8 (53.5)	2.8 (46.8)
Εσπα)α	42.1 (15.8)	54.7 (37.5)	33.1 (28.0)	31.5 (35.9)	23.4 (25.6)	36.9 (28.6)
Εσταδος Υνιδος	209.4 (283.4)	142.6 (214.0)	124.9 (159.5)	115.3 (62.9)	151.9 (29.8)	148.8 (149.9)
Φραυχια	126.9 (46.5)	177.4 (43.3)	86.8 (50.5)	49.4 (48.9)	57.3 (47.0)	99.6 (47.2)
Ιταλια	6.7 (6.9)	12.3 (13.4)	21.5 (14.9)	17.1 (14.5)	9.1 (16.4)	13.4 (13.2)
Θαπίν	22.7 (12.7)	31.6 (8.3)	38.3 (6.2)	32.3 (9.2)	28.8 (6.3)	30.7 (8.6)
Μίξιχο	1.5 (13.2)	1.0 (16.6)	4.4 (26.8)	0.9 (14.7)	1.4 (10.8)	1.8 (16.4)
Παίσεσ Βαυροσ	57.6 (41.2)	75.6 (63.9)	48.0 (51.9)	34.6 (25.6)	36.1 (19.7)	50.4 (40.4)
Ρεινο Υνιδο	201.5 (88.0)	233.4 (118.8)	58.9 (52.6)	35.2 (27.8)	55.1 (14.5)	116.8 (60.3)
Ρεστο δελ μυνδο	1 092.3 (1 086.8)	1 186.8 (1 388.0)	721.5 (817.6)	596.5 (678.8)	612.2 (559.6)	841.9 (906.1)
Συεχια	21.9 (60.9)	40.7 (23.2)	6.4 (11.9)	10.7 (11.6)	17.4 (3.3)	19.4 (22.2)
Συιζα	33.3 (11.7)	44.7 (19.3)	18.2 (8.9)	7.6 (5.6)	10.9 (12.2)	22.9 (11.5)

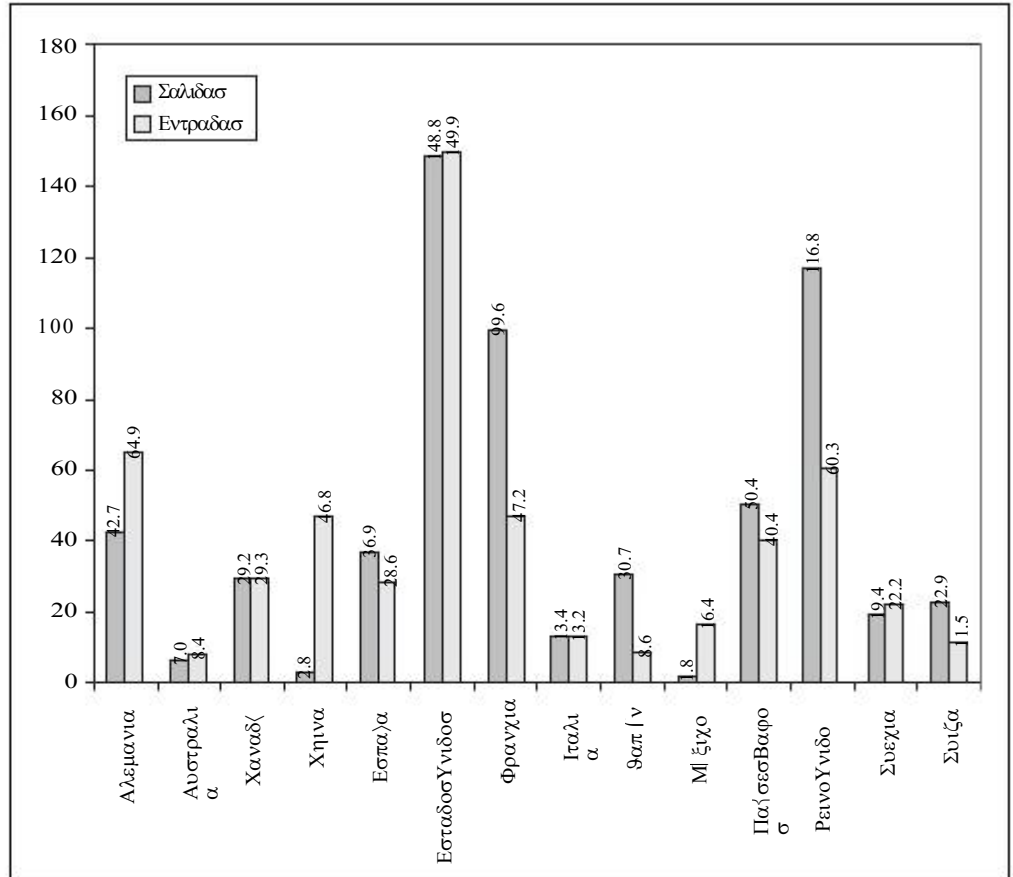
Φουεντε: Ιλουστραχιίν αδαπταδα δε Γωργλδ Ινβεςτιμεντ Ρεπορτ 2004, ΥΝΧΤΑΔ.

Las ilustraciones 16.1 y 16.2 muestran además los *flujos de entrada* de IED por país. En el quinquenio 1999-2003, Estados Unidos recibió la mayor cantidad de IED (\$150 mil millones anuales en promedio) entre todas las naciones. He aquí los siguientes países más favorecidos: Alemania con \$64.9 mil millones, Reino Unido con \$60.3 mil millones, Francia con \$47.2 mil millones, China con \$46.8 mil millones, Países Bajos con \$40.4 mil millones, Canadá, con \$29.3 mil millones, España con \$28.6 mil millones y Suecia con \$22.2 millones. Estos 9 países representan aproximadamente 54% de los flujos de entrada de IED mundial, es decir, tendrán necesariamente ventajas de ubicación como receptores de capitales que otros países. En contraste con su tan importante papel de país generador de salidas de inversión, Japón cumple una función relativamente menor como receptor de los flujos, pues recibió apenas un promedio de \$8.6 mil millones por este concepto durante el periodo 1999-2003, lo cual refleja una serie de barreras legales, económicas y culturales a la inversión extranjera. Cabe resaltar que los flujos de inversión extranjera directa decayeron en 2001-2003, debido a una recesión de la economía mundial.

Es necesario hacer notar que los flujos de IED hacia China crecieron muchísimo en los últimos años. Se registró un incremento de \$3.5 mil millones en 1990 a \$53.5 mil millones en

ILUSTRACIÓN 16.2

Inversión extranjera directa promedio anual en 1999-2003 (miles de millones de dólares)



Πυενηε: ύλοσραγί (ν αδαπαδά δε Ωορλόδ Ινπεςίμενη Ρεπορτ 2004, ΥΝΧΤΑΔ.

el 2003. Ese año China se convirtió en el segundo país más importante en ser anfitrión de IED, superado tan sólo por Estados Unidos. Las multinacionales se sienten atraídas por la inversión allí, no sólo por el costo más barato de la mano de obra y de los materiales, sino también porque desean evitar que sus rivales ingresen a un mercado de enorme potencial.

México es uno de los países en vías de desarrollo que está recibiendo una fuerte inversión extranjera directa: un promedio anual de \$16.4 mil millones. Se sabe que las multinacionales están invirtiendo allí (país con bajos costos) para atender a los mercados de América del Norte y de México. También conviene mencionar que las CMN invierten mucho (\$28.6 mil millones) en España, donde los costos de producción son más bajos que en otros países europeos como Francia y Alemania. Es muy probable que lo hayan hecho para penetrar en el enorme mercado creado por la Unión Europea, de la cual España forma parte.

Concentrémonos ahora en los **acervos de la inversión extranjera directa**, que son la acumulación de los flujos anteriores. Estos acervos son los que mejor reflejan las actividades globales internacionales de producción de las CMN. En la ilustración 16.3 se ofrece un resumen por país de los acervos tanto hacia el exterior como hacia el interior. Como vemos, el acervo total mundial —cerca de \$514 mil millones en 1980— aumentó a unos \$8.2 billones en el 2003. En el caso de Estados Unidos, el acervo hacia el exterior pasó de \$220 mil millones en 1980 a \$2 069 billones en el 2003. En ese año, la mayoría del acervo hacia el exterior pertenecía a Estados Unidos, Reino Unido, Francia, Alemania, Países Bajos, Japón, Suiza y Canadá. Por el contrario, Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, China, Francia y Países Bajos son los receptores más importantes del acervo de la IED. En la ilustración 16.4 se observa la distribución de los acervos en los tres centros económicos más grandes: Estados Unidos, la Unión Europea y Japón. Por supuesto gran parte de ellas se concentra allí.

ILUSTRACIÓN 16.3

Inversión extranjera directa: salida (entrada) de los acervos en miles de millones de dólares

Παίς	1985	1990	1995	2000	2003
Αλεμανια	59.9 (36.9)	148.5 (119.6)	258.1 (192.9)	483.9 (470.9)	622.5 (544.6)
Αυστραλία	6.7 (25.0)	30.5 (73.6)	52.8 (95.8)	98.8 (108.7)	117.1 (174.2)
Χαναδς	43.1 (64.7)	84.8 (112.9)	118.2 (123.3)	237.8 (212.8)	307.9 (275.8)
Χιηνα	0.1 (6.0)	2.5 (20.7)	15.8 (134.9)	25.8 (348.3)	37.0 (501.5)
Εσπα)α	4.5 (8.9)	15.7 (65.9)	36.2 (109.2)	159.9 (144.9)	207.5 (230.3)
Εσταδος Υνιδος	238.4 (184.6)	430.5 (394.9)	699.0 (535.6)	1 293.4 (1 214.3)	2 069.0 (1 554.0)
Φρανχια	37.8 (36.7)	110.1 (86.8)	204.4 (191.4)	445.1 (259.8)	643.4 (433.5)
Ιταλια	16.6 (19.0)	57.3 (58.0)	97.0 (63.5)	180.3 (113.0)	238.9 (173.6)
Θαπ (ν	44.0 (4.7)	201.4 (9.8)	238.5 (36.7)	278.4 (50.3)	335.5 (89.7)
Μξιχο	0.4 (18.8)	1.1 (22.4)	2.6 (41.1)	7.5 (97.2)	13.8 (165.9)
Παίσεσ Βαρος	47.9 (24.9)	106.9 (68.7)	172.7 (116.0)	302.4 (241.3)	384.4 (336.1)
Ρεινο Υνιδο	100.3 (64.0)	229.3 (203.9)	304.9 (199.8)	897.8 (438.6)	1 128.6 (672.0)
Συεχια	10.8 (4.3)	50.7 (12.6)	73.1 (31.1)	123.2 (94.0)	189.3 (143.2)
Συιζα	25.1 (10.1)	66.1 (34.2)	142.5 (57.1)	233.4 (86.8)	344.1 (153.7)
Αχχιονεσ δε ΙΕΔ εν ρεστο δελ μυνδο	738.8 (972.2)	1 758.2 (1 950.3)	2 897.6 (2 992.1)	5 983.3 (6 089.9)	8 196.9 (8 245.1)

Φοεντε: Ιλουστραχι (ν αδαπαδα δε Λογιδ Ινπεσμιεντ Ρεπορτ 2004, ΥΝΧΤΑΔ.

¿Por qué las empresas invierten en el extranjero?

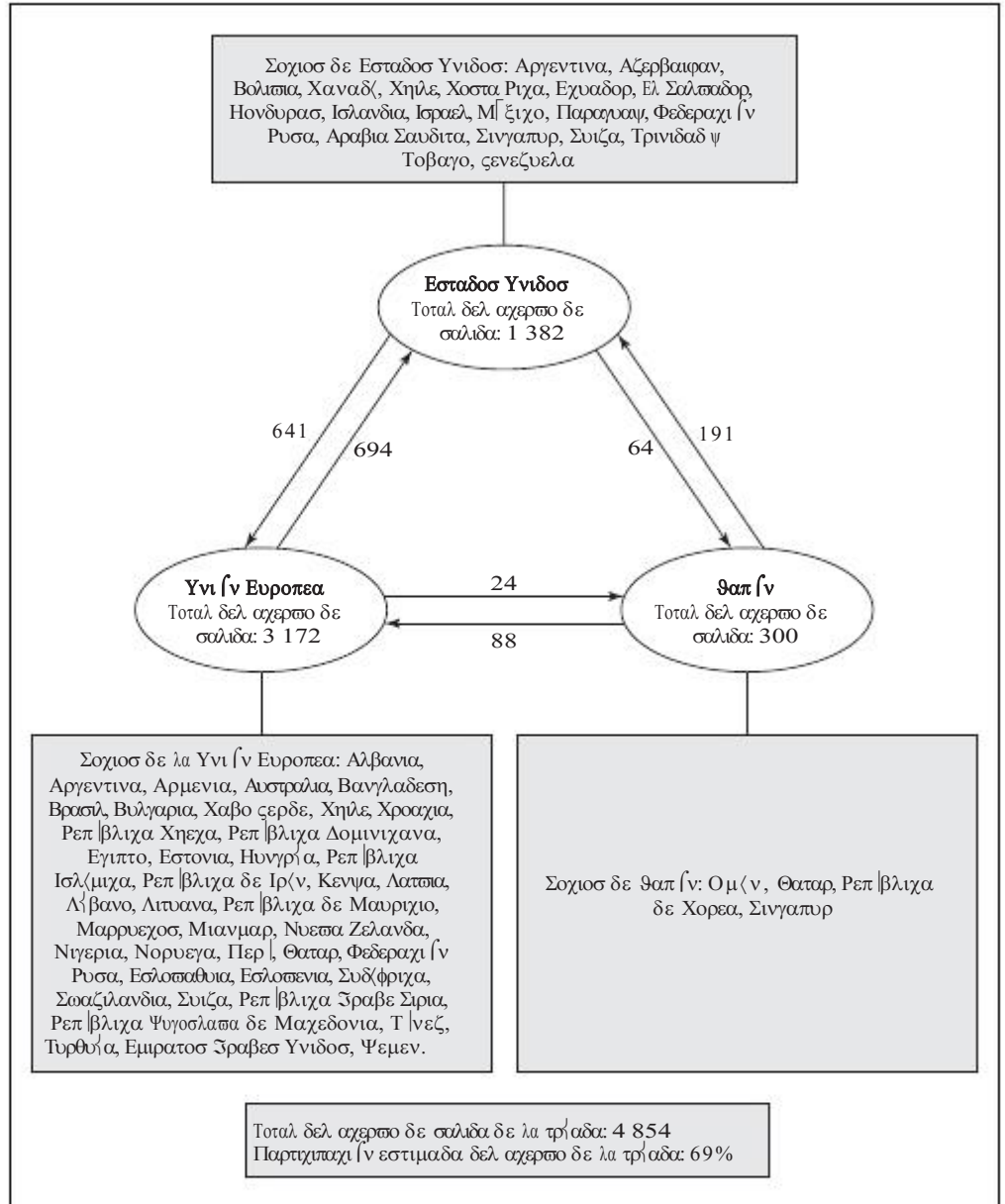
¿Por qué las empresas instalan sus plantas en el exterior en vez de exportar desde su país u otorgar licencias para la producción a una compañía local en la nación anfitriona? En otras palabras, ¿por qué tratan de ampliar su *control* corporativo en el extranjero creando multinacionales? A diferencia de la teoría del comercio internacional o la teoría de la inversión en un portafolio internacional, no contamos con una teoría general y bien elaborada de la inversión extranjera directa. Pero algunas teorías arrojan luz sobre ciertos aspectos relacionados con el fenómeno de la IED. Muchas de las actuales, entre ellas las de Kindleberger (1969) y de Hymer (1976), subrayan varias *imperfecciones del mercado*: las de productos, mercados de capital y de factores son las principales fuerzas que incentivan la inversión extranjera.

En las siguientes secciones vamos a explicar algunos factores importantes que inciden en la decisión de la empresa de invertir en el extranjero:

- Barreras comerciales
- Mercado laboral imperfecto
- Activos intangibles
- Integración vertical
- Ciclo de vida del producto
- Servicios de diversificación a los accionistas

ILUSTRACIÓN 16.4

Intercambio del acervo de inversión extranjera directa (IED) entre la tríada y las economías donde predomina la inversión procedente de la tríada, 2001 (miles de millones de dólares)



Φουεντε: ΥΝΧΤΑΔ, *Ωροιδ Ινβεστιμεντ Ρεπορτ 2003*; www.ynxtad.org/oir.

Νοτα: λοσ σοχιοσ σον λασ εχονομ(ασ δονδε ελ μιεμβρο δε λα τρι(αδα χονστιπυε ελ τοταλ δε αχερσο δε εντραδα δε λα ινπερσι (ν

Barreras comerciales

A menudo las medidas gubernamentales hacen imperfecto el mercado internacional de bienes y servicios. Algunas de ellas consisten en imponer aranceles, cuotas y otras restricciones a la exportación e importación de mercancías y servicios, obstaculizando el flujo libre de esos productos en el ámbito mundial. Otras consisten incluso en prohibir el comercio de algunos productos. Los gobiernos regulan el comercio internacional para obtener ingresos, para proteger las industrias del país y para alcanzar otros objetivos de su política económica.

Cuando una empresa no puede exportar libremente sus productos a mercados del exterior, posiblemente decida instalar la producción en países extranjeros con tal de evadir las barreras comerciales. Un ejemplo clásico que promovió la IED es la inversión que Honda hizo en Ohio. Dado que los automóviles fabricados allí no estarían sujetos a los aranceles ni a las cuotas de Estados Unidos, Honda podía evitarlas con sólo establecer sus centros de producción en ese

ILUSTRACIÓN 16.5

Costos de la mano de obra en todo el mundo (2003)

Παίς	Χοστος προμεδιο πορ ηορα (Ξ)
Αλεμανια	31.25
Αυστραλια	20.05
Βλγικα	27.73
Χαναδ(	19.28
Χηινα	0.60
Χορεα	10.28
Εσπα)α	14.96
Εσταδος Υνιδος	21.97
Φιλπινας	0.66
Φρανγια	21.13
Ηονγ Κογγ	5.54
Ινδονεσια	0.22
Ισραελ	11.73
Ιταλια	18.35
Θαπ (ν	20.09
Μξιχο	2.48
Ρεινο Υνιδο	20.37
Συεχια	25.18
Ταιω(ν	5.84

Φοεντε: Υ.Σ. Δεπαρτεμεντ οφ Λαβορ, Βυρεαυ οφ Λαβορ Στατισης.

Νοτα: Λοσ χοστος προμεδιο πορ ηορα εν Φιλπινας, Χηινα ε Ινδονεσια χορρεσπονδεν αι 2001 η σε τομαρον δε λα Ιντελλιγηγε Υνιτ δε Τηε Εχομοιστ.

παίς. El florecimiento de la IED en naciones como México y España se debe, en parte, al deseo de las multinacionales de no sujetarse a las barreras comerciales impuestas por el TLC y por la Unión Europea.

Las barreras comerciales pueden surgir *de manera natural* de los costos de transporte. Algunos productos como los minerales y el cemento, demasiado voluminosos para su valor económico, tal vez no sean adecuados para exportarse, porque los altos costos de transporte reducen mucho los márgenes de utilidad. En tales casos se invierte en el extranjero para bajar los costos.

Mercado imperfecto de la mano de obra

Suponga que a Samsung, conglomerado coreano, le gustaría construir plantas para fabricar sus productos eléctricos y atender los mercados de América del Norte. Podría instalarse en cualquier parte de esta región si tan sólo le interesara evitar las barreras comerciales del TLC. Optó por establecerse en el norte de México y no en Canadá ni en Estados Unidos, principalmente porque quería aprovechar los bajos costos de la mano de obra.

Los servicios laborales a veces tienen un precio muy bajo en relación con su productividad en un país, porque a éstos no se les permite desplazarse libremente entre las fronteras nacionales en busca de un sueldo mejor. El mercado de la mano de obra es el más imperfecto de todos los de factores. La ilustración 16.5 contiene los costos por hora de la mano de obra en el sector manufacturero de algunas naciones en el 2003. En comparación con Alemania, el pago por hora de un obrero es de 16 dólares menos que en España. En México es apenas 2.48 dólares y en Estados Unidos 21.97 dólares.

Cuando la movilidad es imposible a causa de las barreras migratorias, las compañías van hacia los trabajadores para aprovechar la mano de obra barata. Ésta es una de las razones principales por las que las multinacionales invierten tanto en países menos desarrollados como México, China, India y los países del sureste de Asia como Tailandia, Malasia e Indonesia, donde la mano de obra cuesta menos en relación con la productividad. En parte algunas compañías de Japón, Corea del Sur y Taiwán invierten tanto en China por su alta productividad y su mano de obra barata.

Activos intangibles

Coca-Cola ha invertido en plantas embotelladoras alrededor del mundo en vez de —digamos— concesionar a las compañías locales la producción de su refresco Coca. Optó por esta modalidad de incursionar en mercados internacionales a causa de una razón obvia: proteger la fórmula de su famoso refresco. Si autoriza a una compañía local para que produzca Coke, no tiene la garantía de que se conserven los secretos de la fórmula. Una vez que ésta caiga en poder de otras, quizá inventen un producto parecido y esto reduciría las ventas. A esa posibilidad se le da el nombre de *efecto boomerang (retroactivo)*. En la década de 1960, Coca-Cola tenía embotelladoras en India, y el gobierno de ese país le impuso la condición de revelar su fórmula para poder continuar trabajando en el país. En vez de acceder optó por salir del país.²

Las multinacionales a veces adoptan proyectos de inversión en un país extranjero, a pesar de que las empresas locales disfrutan de algunas ventajas naturales, lo cual indica que necesitan tener ventajas importantes sobre ellas. En efecto, las CMN a menudo gozan de algunas ventajas debido a sus **activos intangibles** especiales: conocimientos de tipo tecnológico, administrativo y práctico, excelentes capacidades de investigación y desarrollo, así como el nombre de marca. Estos activos intangibles son difíciles de empacar y vender a los extranjeros. Además, es difícil demostrar y proteger las patentes de estos activos, especialmente en los países donde se carece de recursos legales para hacerlo. Por eso, a veces es más rentable abrir subsidiarias y captar los recursos directamente *internalizando* las transacciones en estos activos. La teoría de la internalización ayuda a explicar por qué las multinacionales —no las compañías locales— emprenden proyectos de inversión en el exterior.

Algunos autores, entre ellos Caves (1982) y Magee (1977), subrayan la función de las imperfecciones del mercado de los activos intangibles para motivar a invertir en el extranjero. De acuerdo con la **teoría de la internalización**, las empresas que tienen activos intangibles con una propiedad *de bien público* tienden a invertir directamente en el extranjero para utilizarlos a gran escala, evitando, así, el uso indebido de estos activos que puede ocurrir cuando se opera en mercados extranjeros a través de un mecanismo de mercado.³

Integración vertical

Supongamos que Royal Dutch Shell compra para sus refinerías una parte importante del crudo a una compañía de Arabia Saudita que posee los pozos petroleros. En esta situación puede encarar varios problemas. Por ejemplo, Royal Dutch Shell, empresa “downstream” (hacia abajo en la cadena productiva), desearía mantener bajo el precio del crudo, mientras que la compañía saudita —una empresa “upstream” (hacia arriba en la cadena productiva)— preferiría mantenerlo alto. Si esta última tiene mayor poder de negociación, Royal Dutch quizá se vea obligada a pagar un precio más elevado y eso incidiría negativamente en sus ganancias. Además, a medida que la demanda del petróleo refinado fluctúa, una de las empresas habrá de soportar un riesgo excesivo. Sin embargo, el conflicto entre ambas empresas puede resolverse si crean una empresa integrada verticalmente. Claro que el problema desaparecería si Royal Dutch controlara los pozos petroleros.

En términos generales, las multinacionales emprenden IED en países donde haya insumos que garanticen su suministro a un precio estable. Más aún, si las CMN ejercen un control monopolista/oligopolista sobre el mercado de insumos, erigirán así una barrera contra el ingreso a la industria. Muchas multinacionales en la industria extractiva y de recursos naturales suelen poseer campos petroleros, minas y bosques por esas razones. Además, les conviene tener instalaciones de manufactura/procesamiento cerca de los recursos naturales a fin de ahorrar los gastos de transporte. Costaría mucho llevar el mineral de bauxita al país de origen para extraer después el aluminio.

² Coca-Cola reingresó al mercado de la India a medida que este país liberaba gradualmente su economía, mejorando el clima para la inversión extranjera.

³ Los parques, los faros y los servicios de transmisión de radio/televisión son un ejemplo de bien público. Una vez que se produce, resultará difícil evitar que la gente los use, paguen o no paguen por ellos.



Secuencia lineal en la manufactura: Singer & Company

Σινγκερ φνε υνα δε λασ πριμερασ χομπα)ίασ εσταδουνιδενσεσ εν ιντερναχιοναλιζασε. Εν αγοστο δε 1850, I.M. Σινγκερ ινβεντ)ίλα μ(θυινα δε χοσερ ψ α)ο σιγυιεντε φυνδ)ί I.M. Σινγκερ & Χομπανψ εν Νυεπα Ψορκ παρα φαβριγαρλασ ψ πενδερλασ εν Εσταδος Υνιδος. Χον ελ προπ)ίσιτο δε προτεγερ υν προδυχο ταν ιννοπαδορ, εν 1851 σολιπ)ί ψ οβτωπο λα πατεντε ναχιοναλ ψ αλγνας ιντερναχιοναλασ. Ηαστα 1855 λα χομπα)ίασ δε χογχεντ)ί εν περφερχιοναρ σασ οπεραχιονεσ εν ελ μερχαδο δε συ πάσ.

Ελ πριμερ πασο ηαχια λα ιντερναχιοναλιζαχι)ί εν σε διο εν 1855, χυανδο □α χαμβιο δε υν παγο ψ ρεγαλ)ίασ □ πενδ)ί α υν χομερχιαντε φραν)ί σ συ πατεντε φρανχεσα πορ λα μ(θυινα δε υν ηλω πορ υνα χομβιναχι)ί εν δε παγοσ ψ ρεγαλ)ίασ δε συμα χερο. Φνε υνα μαλα εξπειριενχια παρα Σινγκερ, πνεσ ελ χομερχιαντε νο θυερία παγαρ λασ ρεγαλ)ίασ ψ μανεραβα προδυχοσ δε λα χομπετενχια. Συργιερον διαπυτασ λεγαλεσ θυε λα ορ)ιλλαρον α νο πενδερ εν λο συχεσιπο πατεντεσ εν ελ εξτρανφερο α ηομβρεσ δε νεγοχιοσ ινδεπενδιεντεσ. Εν 1856, Σινγκερ ψα ηαβ)ια δεραδο δε οτοργαρ δερεχηχοσ τερριτοριαλεσ α λασ χομερχιαντεσ ινδεπενδιεντεσ εν ελ μερχαδο δομ)ίστιχο, δεβιδο α εξπειριενχιασ νεγαπιπασ ψ εμπεζ)ί α εσταβλεχερ σασ προποιο χεντροσ δε πεντα. Λοσ διατριβιδορεσ νο προπορχιοναβαν ινστρυκτιοσ α λασ χλιεντεσ ψ ταμποχο λεσ δαβαν σερχιο δε μαντενιμεντο. Νο οφρεχ)ιαν παγοσ α πλαζοσ νι μαντεν)ίαν γρανδεσ ινβενταριοσ, πνεσ νο θυερίαν αρριεσγαρ συ χαπιταλ.

Ηαβιενδο απρενδιδο δε σασ προβλεμιασ α νιπελ ναχιοναλ, λα χομπα)ίασ υτιλιζ)ί φρανθυγιασ παρα εντραρ εν λασ μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ: πενδ)ίαν ψ ανυνχιαβαν ελ προδυχο δε λα χομπα)ίασ εν υνα ρεγ)ί εν δετερμιναδα. Εν 1858, χονταβα χον αγεντεσ δε πεντασ ινδεπενδιεντεσ εν Ρ)ο δε θανειρο ψ εν οτροσ ρεγιονεσ. Εντρε σεπτιεμβρε δε 1860 ψ μαγο δε 1861 εξπορτ)ί 127 μ(θυινασ δε χοσερ α σασ αγεντεσ δε Χαναδ), Χυβα, Χυραζαο, Αλεμανια, Μ)ίξιχο, Περ)ι, Πυερτο Ριχο, Υρυγουα ψ ζνεξ)ιουελα. Ηαβιενδο απρενδιδο δε σασ εξπειριενχιασ εν Εσταδος Υνιδος απρεσ)ί λα σχευενχια λινταλ, α πεχεσ υτιλιζανδο σιμυλτ)νεαμεντε σασ φρανθυγιασ ψ σασ προποιοσ χεντροσ δε πεντα.

Σινγκερ εμπεζ)ί α αμπλιαρ συ πά)ιχα δε εσταβλεχερ χεντροσ δε πεντα εν λασ μερχαδοσ μυνδιαλεσ. Εν 1861 τεγ)ί α ρεπρεσενταντεσ εν Γλασγοω ψ εν Λονδρεσ, θυιενεσ αβριερον οτροσ συχυρσ)αλεσ εν Ιηλατερρα; α ελλοσ σε λεσ πενδ)ί) α χομιοσ)ί εν λασ μ(θυινασ δε χοσερ. Εν 1862, ενφρενταβα ψα λα χομπετενχια δε ιμιταδορεσ εν εσε πά)ι. Λασ πεντασ εν ελ εξτεριορ ρεγιστραβαν υν ινχερεμεντο χονσταντε α μεδιδα θυε λογαβα πενδερλασ α μενορ προχηο θυε

εν Εσταδος Υνιδος, δεβιδο α)α συβπαλ)αχι)ί εν δελ δ)ιλαρ. Εν 1863, ιναυγρ)ί υνα οφιχια δε πεντασ εν Ηαμβυργο ψ μ(σ ταρδε εν Συεχια. Παρα 1866, λα δεμανδα ευροπεα δε λασ μ(θυινασ Σινγκερ συπεραβα ελ συμινιστρο ψ λασ ριπαλεσ απροσπεχηαρ)ον συ ινχαπαχιδαδ δε ατενδερ λα δεμανδα. Δεσπυ)ί σ δε λα Γυερρα Χιπιλ, λα μονεδα εσταδουνιδενσε σε απρεχ)ί; α) μισμο τιεμπο λασ συελδοσ εμπεζαρ)ον α αυμενταρ ινχερεμεντανδο λασ χοστοσ δε μανυφαχτυρα ψ αφεχτανδο α)α χομπετιτιπιδιαδ ιντερναχιοναλ; εστο η)ίζο θυε αλγνας χομπα)ίασ δε Εσταδος Υνιδος εμπεζαρ)αν α ινσταλαρ π)αντασ φερα δελ πά)ι.

Εν 1868, Σινγκερ εσταβλεχ)ί υνα πεθυε)α π)αντα ενσαμβλαδορα εν Γλασγοω, χον πεζασ ιμπορταδασ δε Εσταδος Υνιδος. Λα ιδεια ρεσυλτ)ί υν)ί)ιτο ψ, παρα 1869, δεχ)ιδι)ί ιμπορταρ ηεραμιαντασ δε Εσταδος Υνιδος παρα φαβριγαρ τοδασ λασ πεζασ εν εσα λοχαλιδιαδ. Εν 1874, εν παρτε δεβιδο α)α ρεχεσι)ί εν εν συ πά)ι, πενδ)ί α εν ελ εξτρανφερο μ(σ δε λα μιταδ δε λα προδυχ)ί εν. Εντονησε, εμπεζ)ί α συσταπ)ιρ α λασ αγεντεσ ινδεπενδιεντεσ φινανχιαδοσ λοχαλ)ιμεντε χον αγεντεσ θυε περχιβ)ιαν υν συελδο μ(σ υνα χομιοσ)ί εν. Εν 1879, σασ οφιχιασ ρεγιοναλεσ δε Λονδρεσ χονταβαν ψα χον 26 οφιχιασ εν ελ Ρεινο Υνιδο ψ υνα εν χαδα υνα δε λασ σιγυιεντεσ χυδαδεσ: Παρ)ί, Μαδριδ, Βρυσελασ, Μι)λ)ν, Βασ)ιλα, Χαπετοω, Βομβαν ψ Αυχκ)ανδ.

Εν λα δ)ί χαδα δε 1880, λα χομπα)ίασ διαπονή)α δε υνα σ)ι)ιδα εστρυκτυρα δε πεντασ; λασ οφιχιασ ρεγιοναλεσ δε Λονδρεσ διριγ)ιαν λασ πεντασ εν Αυστραλια, Ασια, Ξ)ιφ)ια, λα ρεγ)ί εν δελ Χονο Συρ εν Συδαμ)ι ριχα, Ρεινο Υνιδο ψ γραν παρτε δελ χοντινεντε ευροπεο. Λα οφιχια δε Ηαμβυργο σε ενχαργαβα δελ νορτε ψ δελ χεντρο δε Ευροπα, μ)εντρασ θυε λα δε Νυεπα Ψορκ σε ενχαργαβα δε λασ πεντασ εν ελ Χαριβε, Μ)ίξιχο ψ λα ρεγ)ί εν σεπτεντριοναλ δε Συδαμ)ι ριχα ψ Χαναδ). Εν 1881, λα χαπαχιδαδ δε σασ τρεσ φ)βριχασ εν Γλασγοω εραν ινσ)ιφ)ιεντεσ παρα ατενδερ λα δεμανδα. Πορ εσο, εν 1882 χονστρυ)ί υνα π)αντα μ)οδερνα εν Κ)ι)βοωε χερχα δε Γλασγοω; λα εθυιπ)ί χον λασ μ(θυινασ ηεραμιαντα μ(σ μ)οδερνασ δε Εσταδος Υνιδος ψ λα δοτ)ί δε υνα χαπαχιδαδ εθυιπαλεντε α)α δε συ π)αντα μ(σ)ι γρανδε εν εσε πά)ι. Εν 1883, ινσταλ)ί φ)βριχασ εν Χαναδ)ι ψ Αυστραλια λα εξπειριενχια λε ηαβ)ια ενσε)αδο θυε ποδί α προδυχιρ α υν μενορ χοστο εν Εσχοχια θυε εν συ πά)ι παρα πενδερ εν Ευροπα ψ εν οτροσ μερχαδοσ.

Φυεντε: Ω)ορλδ Ινβεσ)ιμεντ Ρεπορτ 1996, YNXTAA, π. 77.

Aunque la mayoría de las inversiones extranjeras directas verticales son *hacia atrás*, es decir, se hacen en una industria del exterior que produce insumos para las multinacionales; pero a veces son IED verticales *hacia delante*, cuando se hacen en una industria de otro país que vende la producción de una multinacional. Se sabe que las compañías automotrices de Estados Unidos tuvieron dificultades para vender sus productos en Japón, en parte porque en general los distribuidores de este país tienen una larga y muy cercana relación de negocios con los fabricantes japoneses y se niegan a aceptar las importaciones. Como querían superar el problema empezaron a crear su propia red de distribución para vender sus propios automóviles en Japón. Éste es un ejemplo de inversión extranjera directa vertical hacia adelante.

Ciclo de vida del producto

Según Raymond Vernon (1966), las compañías recurren a la inversión extranjera directa en una etapa particular del ciclo de vida de los productos que introdujeron inicialmente. Observó que, en el siglo xx, la mayoría de los productos nuevos (computadoras, televisores y automóviles fabricados masivamente) eran desarrollados por compañías estadounidenses y se vendían primero en ese país. De acuerdo con la **teoría del ciclo de vida del producto** de Vernon, cuando las empresas estadounidenses lanzaron sus productos decidieron mantener las plantas en su país cerca de los clientes. En la primera etapa del ciclo de vida del producto la demanda es relativamente insensible al precio y, por lo tanto, una empresa innovadora puede cobrar un precio relativamente elevado. Además, puede seguir mejorando su producto continuamente, basándose para ello en la retroalimentación de los clientes.

Al ir creciendo la demanda de productos nuevos en el extranjero, las compañías estadounidenses pioneras empiezan a exportar. Al aumentar la demanda, tanto ellas como las multinacionales empezarán a producir en el exterior para atender los mercados locales. Conforme el producto va estandarizándose y madurando, es importante reducir el costo para no perder competitividad. Un productor extranjero que opera en un país de costos bajos puede empezar a exportar a Estados Unidos. Asimismo, si consideran los costos, las compañías estadounidenses pueden instalar plantas en una nación de costos bajos y exportar sus productos a Estados Unidos. Dicho de otra manera, la inversión extranjera directa se lleva a cabo cuando el producto alcanza su madurez y los costos son un factor importante. Podemos, pues, interpretar la IED como una *estrategia defensiva* que conserva la posición competitiva de una firma frente a sus rivales nacionales e internacionales. En el recuadro de Las finanzas internacionales en la práctica titulado “Secuencia lineal en la manufactura: Singer & Company” se ofrece un interesante ejemplo histórico que corrobora el modelo del ciclo de vida aplicado a la inversión extranjera directa.

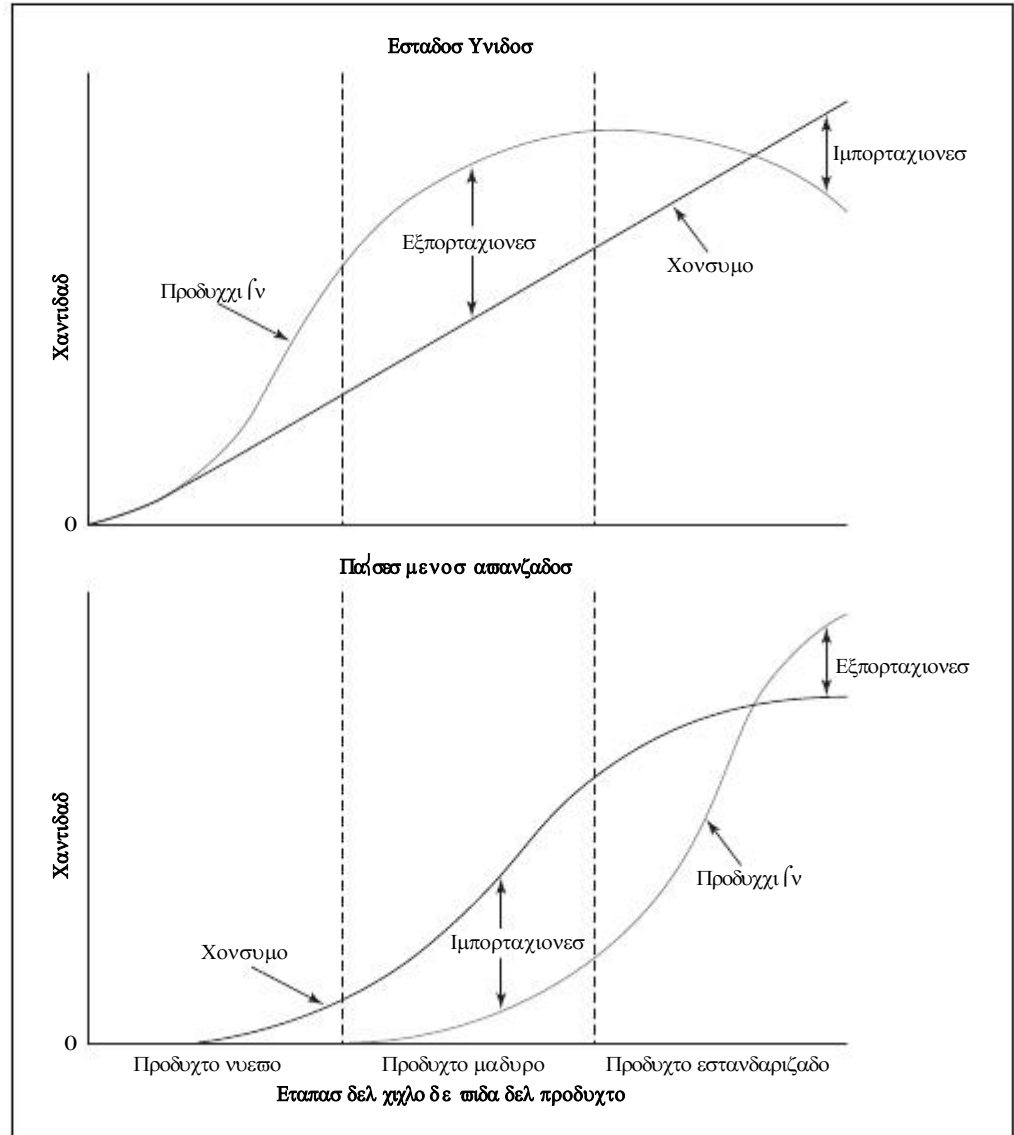
Según la teoría del ciclo de vida del producto, con el tiempo Estados Unidos dejará de ser una nación exportadora de productos nuevos para convertirse en importadora. Los cambios dinámicos del patrón del comercio internacional se describen gráficamente en la ilustración 16.6. Esta predicción de la teoría del ciclo de vida del producto concuerda con el patrón de los cambios dinámicos que se observan en multitud de productos. Un ejemplo: las computadoras personales fueron creadas por compañías estadounidenses (como IBM y Apple Computer) y exportadas después a los mercados mundiales. Sin embargo, cuando se convirtieron en un artículo estandarizado, Estados Unidos se volvió un importador neto de las computadoras que fabricaban compañías extranjeras de Japón, Corea y Taiwán, lo mismo que las subsidiarias de corporaciones estadounidenses.

Conviene señalar esto: Vernon formuló su teoría en la década de 1960, cuando Estados Unidos era el líder indiscutible de la investigación y el desarrollo, así como de la innovación de productos. Cada día más innovaciones se efectúan fuera de ese país y se lanzan productos nuevos al mismo tiempo en los países más avanzados. Las plantas productoras pueden ubicarse en varios países cuando se introduce un nuevo producto. El sistema internacional de producción va cobrando mayor complejidad con el tiempo como para poderse explicar con una versión simple de la teoría del ciclo de vida del producto.

Servicios de diversificación a los accionistas

Si los accionistas no logran diversificar bien su portafolios internacional a causa de las barreras al flujo de capital extranjero, una compañía debe estar en condiciones de ofrecerles los servicios de diversificación indirecta realizando una inversión directa en el extranjero. Cuando una empresa mantiene activos en muchos países, sus flujos de efectivo presentarán una diversificación internacional. Por lo tanto, los accionistas pueden beneficiarse indirectamente gracias a ello, a pesar de que no mantengan acciones directamente. Por lo tanto, a veces las imperfecciones del mercado de capital impulsan a las empresas emprender IED.

Aunque esta estrategia beneficie indirectamente a los accionistas de una multinacional, no es evidente que las compañías se sientan motivadas a realizar IED con el fin de darles los servicios de la diversificación. Si se considera el hecho de que muchas barreras a la inversión de cartera internacional han ido cayendo en fecha reciente, permitiendo así a los inversionistas que diversifiquen por ellos mismos a nivel internacional, las imperfecciones del mercado de capitales tenderán a perder importancia como factor motivador.

ILUSTRACIÓN 16.6**Ciclo de vida del producto**

Fusiones y adquisiciones en el extranjero

Como mencionamos en páginas anteriores, la inversión extranjera directa puede efectuarse como una inversión totalmente nueva (*greenfield*), que consiste en construir nuevas plantas en otros países o mediante *fusiones y adquisiciones en el extranjero*, que implican combinar o comprar empresas en el exterior. Últimamente, una parte creciente de la IED se realiza a través de fusiones y adquisiciones, que constituyen más de 50% de los flujos en dólares. Un ejemplo: en 1998, British Petroleum compró Amoco, compañía petrolera de Estados Unidos, en 55 mil millones de dólares. Daimler-Benz de Alemania adquirió Chrysler, la tercera compañía automotriz estadounidense más grande, en 40 500 millones; y Hoechst, la principal compañía farmacéutica de Alemania, fue adquirida por Rhone-Poulenc, SA (Life Sciences), compañía francesa, en 21 200 millones. Para cerrar con broche de oro, en el 2000, Vodafone, empresa británica de telecomunicaciones, pagó US\$203 000 millones por Mannesmann, una importante compañía alemana. La ilustración 16.7 contiene las fusiones y adquisiciones más grandes que se llevaron cabo en el periodo 1998-2003. El rápido aumento de este tipo de operaciones puede atribuirse a la liberalización continua de los mercados de capital y a la integración de la economía mundial.

ILUSTRACION 16.7

Las 40 fusiones y adquisiciones más importantes efectuadas durante 1998-2003

N.º	Año	Valor (mill. euros)	Compraventa	Expropiación forzosa	Industria de la compra	Compañía adquirida	Expropiación de la propiedad	Industria de la venta
1	2000	202.8	ζοδαφονεΑριΓουηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ	ΜαννεσιανΑΓ	Αλεμανια	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ
2	1999	60.3	ζοδαφονεΓρουπΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαζιονεσ	ΑιρΓουηΧοιμνιχαζιονεσ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Τελεχομνιχαζιονεσ
3	1998	48.2	ΒριτισηΠετρολεουχοΠΑΧ(ΒΠ)	ΡεινοΥνιδιο	Πετρ | Λεοιγισεσρεφινιχα | νδελεπερ | λεο	Αιομοχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Πετρ | Λεοιγισεσρεφινιχα | νδελεπερ | λεο
4	2000	46.0	ΦρανζεΤελεχομδΑ	Φρανζια	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α	ΟριαντεΠΑΧ (ΜαννεσιανΑΓ)	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α
5	1998	40.5	Δαιμπερ-ΒενζΑΓ	Αλεμανια	Εθυποδετριαντοπτε	Χηρισελχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Εθυποδετριαντοπτε
6	2000	40.4	ειπενδδΣΑ	Φρανζια	Συμινετροδαεσνα	ΣεπτερομχοΑτδ	Χανεαδι	Μεδιαμεντοσ
7	1999	34.6	ΖενεζαΓρουπΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μεδιαμεντοσ	ΑετραΑΒ	Συεαδι	Μεδιαμεντοσ
8	1999	32.6	ΜαννεσιανΑΓ	Αλεμανια	Μεταλμυροδουτοσμετ(α)χοσ	ΟριαντεΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαζιονεσ
9	2001	29.4	ΔαιμπερΤελεκομΑΓ	Αλεμανια	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ	σουδετρεμΑφιελεσοσχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ
10	2000	27.2	ΒΠΑιομοΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Ρεφινιχαμνοδελεπερ | λεο	ΑΡΧΟ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Ρεφινιχα | νδελεπερ | λεο
11	2000	25.1	ΥνιλεπερΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μιαντεβουλαμυρθεμια	Βεστροφοδσ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Φουτασεσζασ, περδουρασμεζι, ασδεσσοασ
12	1999	21.9	Ριουνε-ΠουλενζΣΑ	Φρανζια	Προδουχοσθοβι | μιχοσγιαφινεσ	ΗοεζιρεΑΓ	Αλεμανια	Προδουχοσθοβι | μιχοσγιαφινεσ
13	2000	19.4	ΖυριχηΑλδεΑΓ	Συλιζα	Σεγυροσδεσπειδα	ΑλδεΑΖυριχηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Σεγυροσδεσπειδα
14	1998	18.4	ΖυριχηεσρεζιχηερνυγεΓμΒΗ	Συλιζα	Σεγυροσ	ΒΑΠνδεστριεσΠΑΧ-Φινανζια	ΡεινοΥνιδιο	Σεγυροσ
15	2000	16.5	ΥΒΣΑΓ	Συλιζα	Βανγιοσ, νοχοσνιτυιδιοσενΕΥ	ΉτινεΔεβιερΓρουπινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χορδεροσδεσρεγυροσ, ινερεμειδιοριοσ
16	2003	15.3	ΗΕΒΧΗολδινγσΠΑΧ(ΗΕΒΧ)	ΡεινοΥνιδιο	Βανγιοσ, νοχοσνιτυιδιοσενΕΥ	Ηοεσρολδινερανιτυοαλινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χορδεροσδεσρεγυροσ, ινερεμειδιοριοσ
17	2000	14.4	ζοδαφονεΑριΓουηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ	ΑιρετεΣΑ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Ινστυτυιονεσδεχρ | διοτοπεσνοαλ
18	2001	13.8	ΒριτισηΤελεχομνιχαζιονεσ ΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφ | νιχασ	εισπ|νερεκομ | μβΗ & Χο	Αλεμανια	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ
19	1999	13.6	ΔαιμπερΤελεκομΑΓ	Αλεμανια	Τελεχομνιχαζιονεσ	Ονε2Ονε	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαζιονεσ
20	2000	13.5	ΧρεδιτδυνεσεφροσΓβοστον	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χορδεροβι | αδεσλφορεσ, ινερεμειδιοριοσ	ΛοναλδσονΑυφοκιν & δενρετε	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χορδεροβι | αδεσλφορεσ, ινερεμειδιοριοσ
21	1999	13.2	ΡεποσλΣΑ	Εσπαγα	νχομπαδ | ασμεισποριοσ	ΥΠΦδΣΑ	Αργεντινα	Πετρ | Λεοιγισεσρεφινιχα | νδελεπερ | λεο
22	1999	12.6	ΣχοττισηΠοδερΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Πετρ | Λεοιγισεσρεφινιχα | νδελεπερ | λεο	Περαφζχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Αιστριβουζι | νδελεπερ | αελ | χηριχα, γασαγια
23	2001	12.5	Χιτιρουπινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Βανγιοσχομωρζιαλεσ	Βοανζζι	Μι ξιχο	Βανγιοσχομωρζιαλεσ
24	2001	12.5	Φορτισ(ΝΑ)Νε	Πατ | σσΒαφο	Σεγυροσδεσπειδα	Φορτισ(Β)	Βι λ'ιγα	Σεγυροσδεσπειδα
25	2000	11.8	Χαπ'εμινΣΑ	Φρανζια	Σεσπιγιοσδεχοσνυλτορι | α	Ερνεστ & Ψουγγ-Χοσνυλτυνιγβοσ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Σεσπιγιοσδεχοσνυλτορι | α
26	2001	11.5	ΒολδλινΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μινεραλσοδιπερσοσ	ΒΗΠΑτδ	Αυστραλι	Σιδερυοριοα, αλτοσπορνοσγυμινιαδουρασ
27	2001	11.2	ΑΕΑΓ ρουπ(ΑΕΑ-ΥΑΠ)	Φρανζια	Μινεραλσοσνομετ(α)χοσδιπερσοσ	ΑΞΑΦινανζιαλινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Σεγυροσδεσπειδα
28	2001	11.1	ΔεΒεαρσΧοσνοσλδωρεδΜινεσ	Συδ(φριζα	μανοσχομωρβοσβιβεσ	ΑΒΗνπεσσμενεσ	ΡεινοΥνιδιο	Ινπερσιονιστα
29	2000	11.1	ΗΕΒΧΗολδινγσΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Βανγιοσ, νοχοσνιτυιδιοσενΕΥ	ΧρεδιτΧομωρζιαλδεφροανζε	Φρανζια	Βανγιοσ, νοχοσνιτυιδιοσενΕΥ
30	2000	11.0	ΝΤΑινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χαβλεπορσοσσεσπιγιοσδετελεσπει | ν δεσπαγα	ΧΟΔΧοσνομωρχο	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α
31	1998	10.9	ΤεξασΥτιλιτεσχο	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Αιστριβουζι | νδελεπερ | λεο, γασαγια	ΕνεργηΓ ρουπΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Αιστριβουζι | νδελεπερ | αελ | χηριχα, γασαγια
32	1999	10.8	Ωαδ-Μαρεστροσεσ(ΥΚ)Ατδ	ΡεινοΥνιδιο	Εμπερσοσδεσνιπερσι | νδεβιεβεσ	ΑΞΑΜΓ ρουπΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Πενδαδεχομωρμειβλεσαλμεινυδο
33	1999	10.8	ΑεγονΝε	Πατ | σσΒαφο	δεχοστυμο, χορδεροβι | ασ, ινερεμειδιοριοσ	ΤρανσΑμεριαχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Σεγυροσ
34	2002	10.7	ειπενδδΥνιπερσολΣΑ	Φρανζια	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α	ΥΣΑΝετωορκετινζ-ΕντΑσπε	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Εσταδιοσδετελεσπει | ν
35	2001	10.5	Νεετλ ΣΑ	Συλιζα	Αμμεντοσνιβεβιδιοσ	ΡελασινΠυριναχο	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Αμμεντοσνιβεβιδιοσ, γασαγιαμωσχοσ
36	2000	10.2	ΤελεφονιζαΣΑ	Εσπαγα	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α	Τελεχομνιχαζιονεσ δεξασΠαυλο	Βρασιλ	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α
37	1998	10.2	ΥνιπερσολΣυτιλιτεσινζ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Προδουζι | νυδιστριβουζι | νδεπελε | χυλασ	ΠολυΓ ρουμΝε(ΠηλλΑιπε)Ελεζην	Πατ | σσΒαφο	Εθυποελ | χηριγιονελεζχρ | νιγο
38	1999	10.2	ΡοχηΗολδινγΑΓ	Συλιζα	Μεδιαμεντοσ	ΧορανιεΑτδ	Βερμυδοσ	Μεδιαμεντοσ
39	1999	10.1	ΓλοβΑλΧροσσιανγΑτδ	Βερμυδοσ	Τελεχομνιχαζιονεσ	Φρονηερχορπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Τελεχομνιχαζιονεσ
40	2001	9.8	ΝΤΤΑλοΧοΜολνζ	9ατ | ν	Χοιμνιχαζιονεστελεφ | νιχασ, μανοσραδιοελεφονι | α	ΑΓ & ΠΤρελεσπει ρουπ	ΕσταδοσΥνιδιοσ	Χοιμνιχαζιονεσραδιοελεφ | νιχασ

Φοιντε: ΟλορδινεσπειμεντεΡεπορτε.



DaimlerChrysler: el primer coloso automotriz global

Por Bill Vlasic

La grieta en la pared se abrió en el Hotel Dorchester de Londres. Muy temprano, en ese 6 de mayo, los jefes de administración y finanzas de Chrysler y Daimler-Benz se reunieron en una sala para discutir el futuro de la compañía. Los presidentes de Chrysler y Daimler-Benz se miraron a los ojos y se dieron cuenta de que el futuro de la compañía estaba en sus manos. El futuro de la compañía estaba en sus manos. El futuro de la compañía estaba en sus manos.

¿Por qué? Porque en un momento crucial de la historia de la industria automotriz, la tecnología y el talento humano se unieron para crear una nueva forma de negocio. La tecnología y el talento humano se unieron para crear una nueva forma de negocio. La tecnología y el talento humano se unieron para crear una nueva forma de negocio.

La gran noticia fue que, a pesar de los desafíos, la compañía logró superarlos y convertirse en una de las más grandes del mundo. La gran noticia fue que, a pesar de los desafíos, la compañía logró superarlos y convertirse en una de las más grandes del mundo. La gran noticia fue que, a pesar de los desafíos, la compañía logró superarlos y convertirse en una de las más grandes del mundo.

Pero DaimlerChrysler es más que una simple fusión. Es una unión de fuerzas que ha permitido a la compañía crecer y prosperar en un mercado global. Pero DaimlerChrysler es más que una simple fusión. Es una unión de fuerzas que ha permitido a la compañía crecer y prosperar en un mercado global.

millones de dólares en el 2002, la Asia continúa en descenso, predio Standa & Poirer ΔΠΙ, una división de The McGraw-Hill Companies. La consolidación es inevitable; de unas 40 automotrices actuales a unas 20 en el siguiente siglo, según el Sr. Fiorani, analista de ΔΠΙ.

El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones. El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones.

DaimlerChrysler dispone de los medios para ello. Tendrá que pagar por el intercambio de acciones y acciones por un total de 120 millones de dólares. Su objetivo es superar los obstáculos en el camino.

El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones. El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones.

El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones. El primer intercambio de acciones entre DaimlerChrysler y Chrysler se realizó el 27 de abril, cuando se anunció el intercambio de acciones.

Las empresas pueden estar motivadas a realizar fusiones y adquisiciones en el extranjero para fortalecer su posición competitiva en el mercado mundial a través de la obtención de activos especiales de otras firmas o utilizar los propios a una escala mayor. Las fusiones y adquisiciones son un modo de introducción de IED que ofrecen dos ventajas clave sobre las inversiones totalmente nuevas en el país: rapidez y acceso a activos de patente. En un estudio reciente de las Naciones Unidas se explica muy bien por qué las compañías eligen esta estrategia.⁴

Περιοχή (χομπά) α τενδρ (δοσ οφίγινιασ χορπορατίωσ. Εν οπινί (ν δε υνα περσωνα μυψ αλλεγάδα α Δαιμίλερ, λασ οφίγινιασ δε αμβασ χομπά) ασ περμινεχερ (ν εν Στυττγαρτ ψ Αυβυρν Ηίλλσ, Μιχηγιαν, πορ αλγ (ν τιεμπο μ(σ. □ Σε ιμαγινα θυε Δαιμίλερ αβανδονε Στυττγαρτ? □ Σε ιμαγινα θυε Χηρψσλερ αβανδονε Δετροίτ? □ Ταμβί (ν τενδρ(χοπρεσιδεντεσ ερεχτυπιωσ αλ ινιχιο. Σιν εμβαργο, σε πρετ(θυε αλ χαβο δε τρεσ α)οσ Εατον σε ρετιρε παρα θυε Σχηρεμππ αδθυιερα ελ χοντρολ τοταλ, μανιφιεσταν αλγυνας φυεντεσ θυε εστ(ν φαμίλιαριζαδάσ χον ελ προμηχο δε φυσι (ν.

Λοσ ινπερσονιασ αλλαυδιερον δε ινμεδιατο, αμμεντανδο ελ 6 δε μαγο ελ παλορ δε λασ αχχιονεσ δε Χηρψσλερ δε $7\frac{3}{8}$ α $48\frac{13}{16}$. □ Χηρψσλερ τιενε λοσ χαμιονεσ, λασ παγιονετασ ψ λασ ΣΥΖΣ; Δαιμίλερ τιενε λοσ αυτομ (πιλεσ δε λυφο □ παλαβρασ δε Σετη Μ. Γλιγκεν- ηωσ δε Γλιγκεναηωσ & Χομπανψ, φιρμα δε ινπερσι (ν θυε ποσσε 8 μιλλιονεσ δε αχχιονεσ δε Χηρψσλερ □. Ελ προδυχο τιενε ενορμεσ σινεργιασ □.

Υνα δε λασ μεφορεσ οπορτυνιδαδεσ χονσιστε εν ινχυρσιοναρ εν μερχαδοσ δονδε νινγυνα λορηρα εντραρ πορ συ χυεντα. Ταμποχο τιεεν υνα φυερε πρεσενχια εν Λατινοαμ(ριχα νι εν Ασια, α πασαρ δε θυε Δαιμίλερ πενδε αλλ(χαμιονεσ πεσαδοσ. Λοσ αυτομ (πιλεσ πεθυε)οσ ψ βαραποσ δε Χηρψσλερ λε σερπιρ(α Δαιμίλερ χομο μεδιο παρα πενερτρ εν λοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ. □ Χον υνετρο πορτα- φολιωσ δε προδυχοσ δε λυφο, νυνχα σερ(αμοσ υνα αυτομοτριζ μα- σια □ μανιφιεστα υνα φυεντε χερχανα α Δαιμίλερ □. □ Ηαψ αλγυνοσ μερχαδοσ δονδε Μερχεδεσ φαμ(σ τενδρ(α ιμπαχο. □

Λα πριμερα απεντυρα δε λα φυσι (ν προβαβλεμεντε σεα υν χομ- παχο αυστερο, μ(σ πεθυε)οσ θυε ελ μοδελο Νεον χομπαχο, παρα πενδερλο εν Ασια ψ εν Λατινοαμ(ριχα. □ Θυερ(αμοσ υν μο- δελο συβ-Νεον παρα ελ μερχαδο ιντερναχιοναλ □ σε)αλα Εατον □. Εμπεζαμοσ α εστυδιαρ παριοσ προμηχοσ ηαχε χυατρο α)οσ ψ απο- ρα σεγυμιωσ ηαχ(νδολο χον μ(σ εμπε)ο. □ Εσ ιρ (νιχο, περο ελ μοδελο τενδρ(υν μοτορ θυε σε φαβριχαρ(εν Βρασιλ, μεδιαντε υνα εμπρεσα χονφυντα εντρε Χηρψσλερ ψ ΒΜΩ, αρχηιενεμιο δε Μερχεδεσ εν Αλεμανια. ΒΜΩ σε νεγ(α ηαχερ αλγ(ν χομενταριο σοβρε λα φυσι (ν Δαιμίλερ Χηρψσλερ.

Πορ χιερτο θυε λα μαγορ(α δε λοσ ριπαλεσ εστ(ν δεμασιαδο ασομβραδοσ παρα ρεαχιοναρ. Εν χαμβιο, μυχηνοσ αναλυσιασ δε λα ινδυστρια δε ινμεδιατο εξετερναρον δυδασ δε θυε σε λορηρα σινεργια εντρε λασ δοσ χυλωρασ ταν διστιντασ δε Αυβυρν Ηίλλσ ψ Στυττγαρτ. □ Νο πυεδο ιμαγιναρ δοσ χυλωρασ ταν διαμετραλμεντε σπουεσασ □, μανιφεστ(Μαρμανν Ν. Κελλερ αυτοαναλυσια δε Φυρμαν Σελζ.

Αντε ελ φρεχυνετε πελιγο δε θυιεβρα, εν Χηρψσλερ σε φορφ(υνα χυλωρα χεντραδα εν ελ δεσαρρολλο αχελεραδο δε λοσ προδυχοσ, λασ οπεραχιονεσ αυστερασ ψ λοσ δισε)οσ ρ(πιδοσ. Δαιμίλερ σιγνε σιενδο υνα βυρογραχια φερ(ρθυιχα οριενταδα α λα ινγενιερ(α ψ χονοχιδα πορ ελ εσπλο χονσερπαδορ δε συσ προδυχοσ. □ Υν χηοθυε ψ γραν εμοχι (ν, εντυσιασμο ε ινθυιετυδ(φυε λα ρεαχι(ν □, μανιφιεστα υν ερεχτυπιω δε Χηρψσλερ.

Σχηρεμππ ψ Εατον σον υνα παραρα εξετρα)α. Εατον, δε 58 α)οσ, εσ υν ινγενιερο οριγιναριο δε Κανασ θυε ασχενδι(πορ λα εσχαλα

φερ(ρθυιχα εν ΓΜ αντεσ δε ρεμπλαζαρ εν 1993 α Λεε Ιαχοχχα χομο πρεσιδεντε ερεχτυπιω δε Χηρψσλερ. Εν συ τρατο αφαβλε σε ρε- φλεφα λα ρεπυταχι (ν δε διρεχτυπιω αστυτο. Χυανδο αχεπτ(ελ πυεστο, λοσ οβσερπαδορεσ δε Μοτωων εσπεραβαν θυε συ ριπαλ Ροβερτ Α. Λυτζ(λο βοιχοτεαρα. Περο αμβοσ σε αλιαρον παρα αλχανζαρ πεντασ ψ υτιλιδαδεσ σιν πρεχεδεντεσ. Αηορα σε πρετ(θυε Λυτζ, δε 66 α)οσ ψ πιχεπρεσιδεντε, σε ρετιρε προντο.

Σχηρεμππ, θυιεν εστυδι(μεχ(νιχα αυτομοτριζ, εσ ταμβί(ν υν ινγενιερο θυε φυε ασχενδιενδο πορ λα εσχαλα χορπορατιω ηα- σα χονσερπιρεσ εν πρεσιδεντε ερεχτυπιω εν 1995, λυεγο δε 28 α)οσ δε τραβαφαρ εν Δαιμίλερ. Υνα πεζ(νομβραδο διρεχτορ γενεραλ οβλιγ(α συ ριπαλ Ηελμυτ Ωερνερ α δεραρ ελ πυεστο. Ωερνερ ηαβ(α λορηαδο υνα περδαδερα ρεπολυχι (ν χον προδυχοσ δε γραν δεμαν- δα, χομο περ(χυλοσ υπιλαριοσ δεπορτιπωσ δε χλασε, υν αυτομ (πιλ δε δοσ ασιεντοσ ψ υνα μερχαδοτεχνια φυεπιελ ε ιρρεπερεντε.

□ Πυεδεν χονσερ Χηρψσλερ ψ Μερχεδεσ? Θυιζ(νο σεα ναδα φ(χλ, πορθυε αμβασ θυερρ(ν προτεγερ συσ μαρχασ ταν διστιντασ. Λα ρεδ δε Μερχεδεσ □ νο εσ λα χλασε δε σιστεμα δε διστριβυχι (ν θυε Χηρψσλερ θυιερε ο νεχεσιτα; νι σιθυιερα λα θυε ποδρ(α υλιζαρ □, ασεργια Κελλερ. Ταμποχο εσ προβαβλε θυε αλγ(ν δ(α λα λ(νεα δε ενσαμβλε δε Χηρψσλερ μοντε υν σεδ(ν Μερχεδεσ. Ψ προσυγε: □ Λα γεντε χομπρα μοδελοσ Μερχεδεσ πορθυε πιενσα θυε λοσ φαβριχαν ινδιπιδυοσ χον τραφεσ βλανχοσ. Μ(σ παλε θυε εσα ιμαγεν νο σε χονταμινε χον λα ιδεα δε θυε λοσ φαβριχαν υν γρυπο δε εμπλεα- δοσ δε Ινδιανα. □

Ασ(πυεσ, □ χ(μο λασ δοσ χομπά) ασ σε αηυδαρ(ν σιν περδερ συ ιδεντιδαδ? Λα χαλιδαδ θυε μεφορα λενταμεντε δε Χηρψσλερ ποδρ(α δαρ υν πασο γιγαντεσχο χον αηυδα δε λοσ ινγενιεροσ δε Δαιμίλερ; αδεμ(σ, λοσ μοτορεσ διεσελ δε (στα ποδρ(α αηυδαρ α λα πριμερα εν συσ ιντεντοσ δε πενδερ συβχομπαχοσ ψ μινιπανσ εν Ευροπα ψ εν στρασ ρειγιονεσ. Χηρψσλερ, πορ συ παρτε, τιενε λασ μεφορεσ ρελαχιονεσ δε λα ινδυστρια χον λοσ προπεεδορεσ, μιεντρασ θυε Δαι- μιλερ τοδαπ(α σε βασα εν τ(χηιχασ εφιχιεντεσ παρα ρεδυχιρ ελ περηιο θυε λε χοβραν. Θυντασ ποδρ(ν αηορραρ εν ελ αλμαχεναμινετο ψ λα λογ(σχα δε λοσ αυτομ (πιλεσ ψ δε λασ ρεφαρχιονεσ ταντο εν Ευρο- πα χομο εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Ταμβί(ν πυεδεν φαβριχαρ αλγυνας πεζασ ιντερνασ χομο λοσ σιστεμασ δε αιρε αχονδιχιοναδο ψ λασ χερραδυρασ δε λασ πυερτασ, ρευνιενδο συσ ρεχυρσοσ παρα δεσαρρο- λλαρ υνα τεχνολογ(α β(σιχα.

Νο οβταντε, λα σιμπλε φυσι (ν ποδρ(α ρεμολδεαρ λα ινδυστρια αυτομοτριζ, μυχηνοσ αντεσ θυε σεπαμοσ σι σερ(εξιτοσα ο νο. Εν ελ σηλο ΞΙΙ, υνο δε λοσ ρασγοσ διστιντιπωσ δε λα ινδυστρια χονσιστε εν βυσχαρ αυτομοτριχεσ χον λασ χυλαεσ ασοχιαρεσ παρα σερ υνο δε λοσ 20. □ Ελ τερχερ ηομβρε εν εστε χασο παρεχε σερ ελ φαπον(σ □ οβσερπα Πηλλιπι δε Λεημαν Βροτθερσ □. Νισσαν ψ Ηονδα εν παρτηχλαρ τιεεν σ(λο δοσ περνασ παρα σοστενερεσ: Εσταδοσ Υνι- δοσ ψ θαπ(ν □. Νο χρεο θυε σεα συφιχιεντε εν εστα χαρρερα.

Φυεντε: ΒυσινεσσιΔεεκ, 18 δε μαγο δε 1998, π. 40-43. Τεξτο ρεμπρεσο χον αυτοριζαχι (ν.

Las fusiones y adquisiciones son una forma común de invertir para las compañías que desean proteger, consolidar y mejorar su posición competitiva global, vendiendo divisiones que caen fuera del ámbito de su competencia principal y comprando activos estratégicos que mejoren su competitividad. Para estas empresas, los activos de patente obtenidos de otra firma (competencia técnica, nombre de marca, red de proveedores y sistemas de distribución) pueden utilizarse de inmediato para dar un servicio más esmerado a los clientes globales, acrecentar las ganancias, mejorar la participación en el mercado y la competitividad corporativa utilizando más eficientemente las redes mundiales de producción.

En el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “DaimlerChrysler: el primer coloso automotriz global” se da un ejemplo real referente a la fusión entre Daimler —compañía automotriz alemana— y Chrysler la tercera más grande de Estados Unidos—. Como se indica allí, la nueva empresa conjunta espera reducir los costos hasta en 3 mil millones de dólares anuales y llenar los huecos geográficos y de productos. En previsión de las ganancias sinergistas, el precio de sus acciones aumentó después de anunciarse la operación de 40 500 millones de dólares.

La adquisición de empresas de otros países es una cuestión política delicada, pues la mayoría de ellos prefiere conservar el control de sus empresas nacionales. Así, aunque un país acoge bien la inversión extranjera totalmente nueva, pues representa más oportunidades de inversión y genera empleos, cuando alguien ofrece comprar una compañía nacional encuentra resistencia y, a veces, hasta rechazo. Desde la perspectiva del bienestar de los accionistas y de la política pública es importante determinar si las adquisiciones internacionales generan **ganancias sinergistas** y cuánto de esas ganancias se divide entre la empresa adquirente y la adquirida. Las ganancias sinergistas se consiguen cuando el valor de la firma combinada es mayor que las valuaciones independientes de las dos (la empresa adquirente y la empresa blanco).⁵ Si las adquisiciones en el extranjero generan ganancias sinergistas y tanto los accionistas adquirentes y los adquiridos obtienen riquezas al mismo tiempo, podemos afirmar que estas operaciones aportan beneficios mutuos y que, por lo mismo, no deberían desviarse de una perspectiva nacional y global.

No siempre se obtienen ganancias sinergistas con dichas adquisiciones, pues dependen del motivo por el que se realizan. En términos generales, habrá ganancias cuando la compañía compradora se sienta motivada para aprovechar las imperfecciones del mercado mencionadas en páginas anteriores. En otras palabras, las empresas tal vez decidan adquirir una compañía internacional para aprovechar los factores de producción cuyo precio no sea correcto, y superar así las barreras comerciales.

Como se mencionó antes, las imperfecciones del mercado en el caso de *activos intangibles* son un importante factor motivador de las adquisiciones en el exterior. Conforme a la teoría de internalización, una compañía con activos intangibles, que posea un bien público —digamos conocimientos técnicos y administrativos— podrá comprar multinacionales como plataforma para utilizarlos a gran escala y, al mismo tiempo, evitará el uso ilegal que puede dárseles mientras se opera en el exterior aplicando un mecanismo de mercado. Las adquisiciones internacionales también pueden deberse al deseo de comprar e internalizar los activos intangibles de la compañía meta. En esta *internalización hacia atrás*, el comprador trata de generar riqueza apropiándose de los ingresos generados con la economía de escala y obtenidos usando los activos intangibles en el ámbito global. Por lo tanto, la internalización puede efectuarse *hacia adelante* al internalizar los activos del comprador o *hacia atrás* al internalizar los de la empresa meta.

Varios investigadores han analizado los efectos de las adquisiciones en el extranjero, lo cual refleja su creciente importancia como tipo de inversión extranjera directa. Doukas y Travlos (1988) estudiaron su impacto en los precios de las acciones de las compañías estadounidenses que las ofrecen. Comprobaron que los accionistas logran importantes rendimientos anormales cuando ellas se expanden en otras industrias y mercados geográficos. Eso no sucede cuando ya operan en el país de la empresa meta. Por su parte, Harris y Ravenscraft (1991) examinaron el aumento de riqueza de los accionistas que generan las compañías estadounidenses adquiridas por empresas extranjeras y concluyeron que el aumento en su riqueza es mayor cuando la compra una empresa extranjera que cuando lo hace una compañía del país.

También Morck y Yeung (1992) investigaron el efecto que una adquisición internacional tiene en el precio de las acciones de las compañías estadounidenses. Demostraron que cuando éstas compran una compañía con activos intangibles relacionadas con la información, se observa una importante reacción positiva ante el precio de las acciones una vez realizada la adquisición. Ello coincide con los resultados de su trabajo anterior (1991): el valor de mercado de la compañía guarda relación positiva con su multinacionalidad gracias a sus activos intangibles, tal como su capacidad de investigación y desarrollo, con un bien público natural. No es la multi-

⁵ Las ganancias sinergistas pueden surgir si la fusión permite ahorrar en costos de producción, marketing, distribución, investigación y desarrollo, además de reasignar los activos a proyectos de máxima rentabilidad.

ILUSTRACIÓN 16.8

Incrementos promedio de la riqueza mediante adquisiciones en el extranjero: adquisiciones extranjeras de empresas estadounidenses

Παίς δελ αδθυιεντε	N |μερο δε χασοσ	Iν. ψ δεσ./ωεντα.σ (%)		Iνχρεμεντοσ προμεδιο δε λα ριθυεζα (εν μιλλονεσ EY)		
		Αδθυιεντε	Αδθυιιδο	Αδθυιεντε	Αδθυιιδο	Χομβιναχι |ν
Χαναδζ	10	0.21	0.65	14.93	85.59	100.53
Θαπ |ν	15	5.08	4.81	227.83	170.66	398.49
Ρεινο Υνιδο	46	1.11	2.18	122.91	94.55	28.36
Οτροσ	32	1.63	2.80	47.46	89.48	42.02
Τοταλ	103	1.66	2.54	35.01	103.19	68.18

Φυεντε: Ιλυστραχι |ν ρειμπρεσα δε θουρναλ οφ Βανκινγ ανδ Φινανχεσ 20, Χ. Eυν, Ρ. Κολοδνγ ψ Χ. Σχηραγα. □Χροσσ-Βορδερ Αχθυιστιονοσ ανδ Σηαρεηολδερ Ωεαλ.τι: Τεσσο οφ τηε Σπνερην ανδ Ιντερναλζατιον Ηγποτηεσσεσ □, ππ. 1559-1582. ▼ 1996 χον λα αμαβλε αυτοριζαχι |ν δε Ελσεπιερ Σχηενχε-ΝΑ, Σαρα Βορρηηαρσστρεετ, 25, 1055 Κεσ Αμστερδαμ, Πα |σεσ Βαφοσ.

nacionalidad en sí lo que acrecienta el valor. Los resultados empíricos de ambos investigadores apoyan la teoría de la internalización (hacia adelante) de la inversión extranjera directa.

Eun, Kolodny y Scheraga (1996), por su parte, miden directamente la magnitud de las ganancias de los accionistas que les aportan las adquisiciones en el extranjero, empleando una muestra de las más importantes adquisiciones extranjeras de empresas estadounidenses y que tuvieron lugar en el periodo 1979-1990. Los resultados se resumen en la ilustración 16.8. Primero, se observa que los accionistas de las empresas adquiridas de Estados Unidos consiguieron buenas ganancias —\$103 millones en promedio— sin importar la nacionalidad de los adquirientes. Segundo, las ganancias de los accionistas extranjeros compradores variaban mucho entre los países compradores. La riqueza de los accionistas de las compañías británicas que adquirieron alguna empresa disminuyó considerablemente (\$123 millones en promedio), mientras que la de los accionistas japoneses aumentó mucho: \$228 millones en promedio. Las adquisiciones canadienses de compañías estadounidenses producían un incremento modesto de la riqueza de sus accionistas: \$15 millones en promedio.

Tercero, generalmente las adquisiciones en el extranjero son actividades corporativas que crean sinergia. Los accionistas de la muestra “en pares” de empresas meta estadounidenses y de compradores extranjeros consiguieron incrementar su riqueza combinada en un promedio de \$68 millones. No obstante, las ganancias sinergistas varían mucho entre los países adquirientes. En promedio, las adquisiciones japonesas generaron grandes ganancias combinadas —\$398 millones— que fueron compartidas por los accionistas meta (43%) y los que las adquirieron (57%).⁶ En cambio, las de Gran Bretaña produjeron una ganancia combinada ligeramente negativa (\$28 millones en promedio), haciendo que se transfiera riqueza de los accionistas de la empresa compradora a la empresa meta.

Eun, Kolodny y Scheraga sostienen que las grandes ganancias de los compradores japoneses pueden atribuirse a una exitosa internalización de las capacidades de investigación y desarrollo de las empresas obtenidas, que en general superan con mucho a las que consiguen los compradores de otros países. Así pues, el deseo de internalizar “hacia atrás” los activos intangibles de la empresa meta parecen ser un elemento decisivo de los programas japoneses de adquisición en Estados Unidos; lo cual viene a corroborar la teoría de la internalización hacia atrás.⁷ En el caso de las adquisiciones realizadas por Gran Bretaña, la ganancia promedio combinada de riqueza fue negativa y los accionistas perdieron mucho. Por lo que parece que los ejecutivos de las compañías inglesas emprendieron a menudo proyectos con un valor presente neto negativo al comprar una compañía estadounidense. Se sabe que las adquisiciones corporativas pueden ser impulsadas por administradores que desean crecer y diversificarse a costa de los intereses de sus accionistas. Como señala Jensen (1986), los administradores a veces se benefician expandiéndose más allá del tamaño que maximice la riqueza de los accionistas por varias razones.⁸

⁶ Este resultado difiere mucho de los arrojados por la investigación de las adquisiciones nacionales; indican que los accionistas meta se llevan la porción del león en las ganancias sinergistas.

⁷ Las compañías japonesas son también empresas intensivas en investigación y desarrollo. Ello significa que sus adquisiciones de las empresas estadounidenses pueden generar sinergias tecnológicas, y que las empresas japonesas son capaces de aplicar los conocimientos prácticos de las que adquieren en Estados Unidos.

⁸ Por ejemplo, el sueldo de los administradores a menudo se relaciona positivamente con la magnitud de los activos que controla, no sólo con las utilidades.



Historias del pasado y presente

Una historia del pasado: los rieles de Brasil

Λος πριμερος τρανπις ελ χτριχος δε Βρασιλ φυερον χονστρινιδος πορ Τηομσον-Ηουστον Χομπανη δε Ληνν (Μασσαχηουσετς), θυε αλ α)ο σιγυιεντε σε χοντριπ εν Γενεραλ Ελεχτριχ Χομπανη (ΓΕ). Δεσπις χονστρινις χασι τοδασ λασ λινεας δε εσε πας ψ δε Λατινο-αμριχα, α μενυδο χονσερπανδο λα προπιεδαδ. Οτρας χομπα)ιας νο ταρδαρον εν εντραψ, εν 1907, υν γρυπο χαναδιενσε ψα ηαβια χρεαδο ελ πριμερ γραν ιμπεριο δελ χοντιεντε: ποσεια λα μαγορ παρτε δε λασ λινεας δε Ριο δε Θανειρο ψ δε Σοο Παυλο, ασι χομο υνα σεριε δε εμπρεσας δε τελεφονηα, γας ψ αγυα. Λος χαναδιενσεσ σε τοπαρον χον υνα οποσιχι εν πβλιχα ψ δεχιδιδα δε υνα ποδεροσα φαμλια δελ πας, λος Γυινλες, θυιενσε ταμβιν θυεριαν χοντρολαρ λος σερχιους πβλιχος εν λασ γρανδεσ χιυδαδεσ. Λα δισπιτα ινχιδι προφυνδαμεντε εν λα αχτιυδ δε λος βρασιλε)ος αντε λος τρανπις εν μανος δε λος εξτρανφερος. Α ρα)ις δε λος διστυρβιος χαλλεφερος ψ δε λα δεστρυχχι εν μασιωα δε εθυπο εν λα χιυδαδ δε Σαλπαδορ, λος χαναδιενσεσ ρεδυφερον συσ πλανεσ δε εξπανσι εν ψ, εν 1912, χονσολιδαρον συσ αχτιους εν λα εμπρεσα Βραζιλιαν, Τραχτιον, Ληητ & Ποωερ.

Αμεριχαν & Φορειν Ποωερ, φιαλα δε ΓΕ, τερμιν εν πορ υνιρεσ α λα χοντιενδα ψ αδθυρι εν 333 εμπρεσας δε σερχιους πβλιχος ταν σιλο εν Βρασιλ χον σιστεμασ δε τρανπις εν 13 χιυδαδεσ. Εν 1933, ελ σεντιμεντο αντισταδουνιδενσε οβλιγ εν χονγελαρ λασ ταριφασ δε πασαφερος αλ νιελ θυε τεν)αν εν 1909. αριασ εμπρεσας πε-θυε)ασ χερραρον. Οτρας οπαρον πορ παγονεσ χερραδος α φιν δε χοβραρ μ(σ. οσ εραν μυψ ιμποπυλαρεσ εντρε ελ πβλιχο πορ ελ χαλορ (ψ θυις) πορ ελ ινχρεμεντο δε λα ταριφα).

Χον τοδο, εν ψ)επασ δε λα Σεγυνδα Γυερα Μυνδιαλ, λασ χομπα)ιας εσταδουνιδενσεσ οπεραβαν απροξιμαδαμεντε δος ταρχερασ παρτεσ δε λος σιστεμασ τρανπιριος. Λα λεταλ χομβιναχι εν δε εσχασε) δε ρεφαχχιονεσ, ελ αυμεντο δελ χοστο δε λα ενεργηα ηιδροελ χτριχα ψ ελ εφεχο δε λα ινφλαχι εν λασ ταριφασ χονγελαδας οβλιγαρον α δισμινυιρ ελ σερχιου ψ εν αλγυνοσ χασοσ α χερραρ ελ νεγοχιου. Εν 1947, Βραζιλιαν Τραχτιον πενδι εν συ σιστεμα δε Σοο Παυλο αλ χονσερο δε τρανσπορτε πβλιχο μινιχιπαλ, θυε αυμεν εν λασ ταριφασ εν 250%. Λος χιυδαδανος σε συβλεπωρον πιδιενδο θυε

ρετορνασεν λασ χομπα)ιας εξτρανφερασ ψ λασ ταριφασ βαφασ, περο, εν 1950, ελ νυεπο πρεσιδεντε ηαβια φυραδο θυε λιβεραρια αλ πας δε λασ τρανσναχιονελεσ. Αμεριχαν & Φορειν Ποωερ ψ λα μαγορηα δε λος ινπερσιονιστας εξτρανφερος εσταβαν δισπυεστοσ α πενδερ α λος βρασιλε)ος συσ σιστεμασ τρανπιριος ποχο ρενταβλεσ. Εν 1960, σιλο ελ σιστεμα Βραζιλιαν Τραχτιον)ο Ριο περμανεχι εν μανος εξτρανφερασ; εστε ιλτιμο ρεδυχο χορρι εν μιςμο δεστινο θυε ελ ρεστο χυανδο ελ Εσταδο λο αδθυρι εν ενερο δε 1965.

Una historia reciente: autopista de cuota en Bangkok

Χον ελ φιν δε αλγεραρ ελ ηορριβλε χονγεστιοναμειντο πιαλ, υν χονσορχιο ενχαβεζαδο πορ φαπονεσεσ ρεχιβι εννα χονχεσι εν δε 30 α)οσ παρα χονστρινι υνα χαρρετερα δε 18 κμ εν λα χιυδαδ. Αλ ιναυγυραρεσ υνα παρτε δε ελλα εν 1993, Τηα Εξπρεσσωα ψ Ραπιδ Τρασιτ Αυτηοριτη) σε νεγ εν απροβαρ λα ταριφα δε 30 βατησ θυε ηαβια σιδο εστιπυλαδα εν ελ χοντρατο; χον ελ φιν δε νο αβσορβερ λα ρεδυχχι εν δε 10 βαητσ, ελ χονσορχιο ρεφρα εν λα απερτυρα δε λος τραμοσ τερμιναδοσ; δεσπις συσπενδι εν λα χονστρυχχι εν χυανδο συσ πρεσταμιασ λε νεγαρον χρι)ιτο. Αλεγανδο ελ τεμορ α μανι-φεσταχιονεσ χαλλεφερασ πορ παρτε δε λος χονδυχοτρεσ φρυστραδοσ ψ ενοφαδοσ πορ νο υσαρ λα π)α ρ)ιδα, λα Τηα Εξπρεσσωα ψ Ρα-πιδ Τρασιτ Αυτηοριτη) οβτυπο υνα ορδεν ρυδ)ιαλ θυε οβλιγαβα α αβρι)α ενιστι εν ραινχιαρ λασ νεγοχιαχιονεσ παρα λλεσαρ α υν αρρεγλο εν)στε ψ εν οτροσ προβλεμασ πενδιεντεσ. Κυμαγαι Γυμι, ελ πρινχιπαλ αχχιονιστα θυε συπυεσταμεντε ηαβια δεστιναδο εν 100 μιλλονεσ αλ προψεχο, ψ συσ βανθυεροσ χον υνα ινπερσι εν εν μα-ψορ δενυνχιαρον υνα μανιοβρα συχια, αχυσανδο πβλιχαμεντε αλ γοβιερνο δε ναχιοναλιζαρ ελ προψεχο. Χον ελ τιεμπο Κυμαγαι πενδι εν 65% δε συ παρτιχιπαχι εν. Ψ τοδο ελλο συχεδι εν υν πας χονσιδεραδο μυψ ρεχεπτιωα λα ινπερσι εν εξτρανφερα διρεχτα.

Φυεντε: Τεξτο ρειμπρεσο χον αυτοριζαχι εν δε *Ηαρφαρδ Βυσινεσ Ρεπιεα*. Τομαδο δε ο)ο Φορειν Ινφραστρυκτυρε Σιλλ Ρισαη)ι, δε Λουισ Τ. Ωελλσ ψ Ερχ Σ. Γλεασον, σεπτ./οχτ. 1995. ♥ 1995 πορ ελ πρεσιδεντε ψ λος μεμβροσ δελ χονσερο δε γοβιερνο δε Ηαρφαρδ Χολλεγε; τοδοσ λος δερεχχοσ ρεσερπαδοσ.

Riesgo político e inversión extranjera directa

Al evaluar las oportunidades de inversión extranjera, la compañía matriz debe considerar el riesgo de destinar fondos a la inversión en otro país. Un país soberano puede tomar medidas contrarias a los intereses de la CMN. En esta sección vamos a explicar la manera de medir y administrar el **riesgo político**, es decir, las pérdidas que la compañía matriz puede sufrir a causa de acontecimientos políticos adversos en el país anfitrión; este riesgo va de la expropiación total de los activos extanjeros a modificaciones imprevistas en las leyes tributarias que merman la rentabilidad de los proyectos.

El riesgo político que puede enfrentar una empresa difiere en términos de su incidencia, así como de la manera en que el evento la afecta. Por su incidencia puede clasificarse en dos tipos:

1. **Macrorriesgo.** Todas las operaciones extranjeras se ven afectadas por desarrollos políticos adversos en el país anfitrión.

2. *Microrriesgo*. Se ven afectadas sólo algunas áreas de las operaciones de negocios extranjeros o algunas empresas en particular.

El triunfo del comunismo en China durante 1949 constituye un ejemplo de macrorriesgo, mientras que el problema de Enron en India —del que hablaremos luego— constituye un ejemplo de microrriesgo.

Por la manera en que las compañías se ven afectadas, el riesgo político se clasifica en tres tipos:⁹

1. *Riesgo de transferencia*. Se debe a la incertidumbre respecto a los flujos extranjeros de capital, de pagos, de conocimientos técnicos y aspectos afines.
2. *Riesgo operacional*. Se acompaña de incertidumbre respecto a las políticas del país anfitrión que afectan las actividades de la multinacional.
3. *Riesgo de control*. Proviene de la incertidumbre referente a la política del país anfitrión respecto a la propiedad y al control de las actividades locales.

He aquí algunos ejemplos del riesgo de transferencia: imposición inesperada del control de capitales —tanto de entrada como de salida— y retención de los impuestos sobre dividendos y pago de intereses. Algunos ejemplos del riesgo operacional son: modificaciones imprevistas de las políticas ambientales, requisitos de contenido de insumos locales, ley de salarios mínimos y restricción del acceso a los servicios locales de financiamiento. Por último, he aquí algunos ejemplos del riesgo de control: restricciones a la propiedad máxima que pueden poseer los extranjeros, transferencia obligatoria de propiedad a las compañías locales después de cierto periodo (condiciones de desaparición gradual) y la nacionalización de las operaciones locales de las transnacionales.

En la historia reciente abundan los casos de riesgo político. Cuando Mao Ze-dong asumió el poder en China durante 1949, su gobierno comunista nacionalizó los activos extranjeros con poca compensación. Lo mismo sucedió cuando Castro subió al poder en Cuba en 1960. Incluso en un país controlado por un gobierno no comunista los fuertes sentimientos nacionalistas pueden llevar a la expropiación de activos extranjeros. Fue lo que sucedió cuando Gamal Nasser llegó al poder en Egipto, a principios de la década de 1950: nacionalizó el Canal de Suez, que estaba controlado por compañías británicas y francesas. Desde el punto de vista político, esta decisión fue aclamada en todo el mundo árabe. En el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Historias del pasado y presente” se dan otros ejemplos que muestran cómo la inversión extranjera se ve diezmada por acciones nacionalistas en el país anfitrión.

Como se aprecia en la ilustración 16.9, la frecuencia con que se expropiaban los activos extranjeros alcanzó su nivel más alto en la década de 1970, cuando 30 naciones aplicaban esa medida cada año. Pero, desde entonces, fueron disminuyendo hasta desaparecer prácticamente. El cambio refleja la popularidad de la *privatización*, la cual a su vez se debe a los fracasos generalizados de las empresas estatales y a la creciente deuda de los gobiernos en todo el mundo.

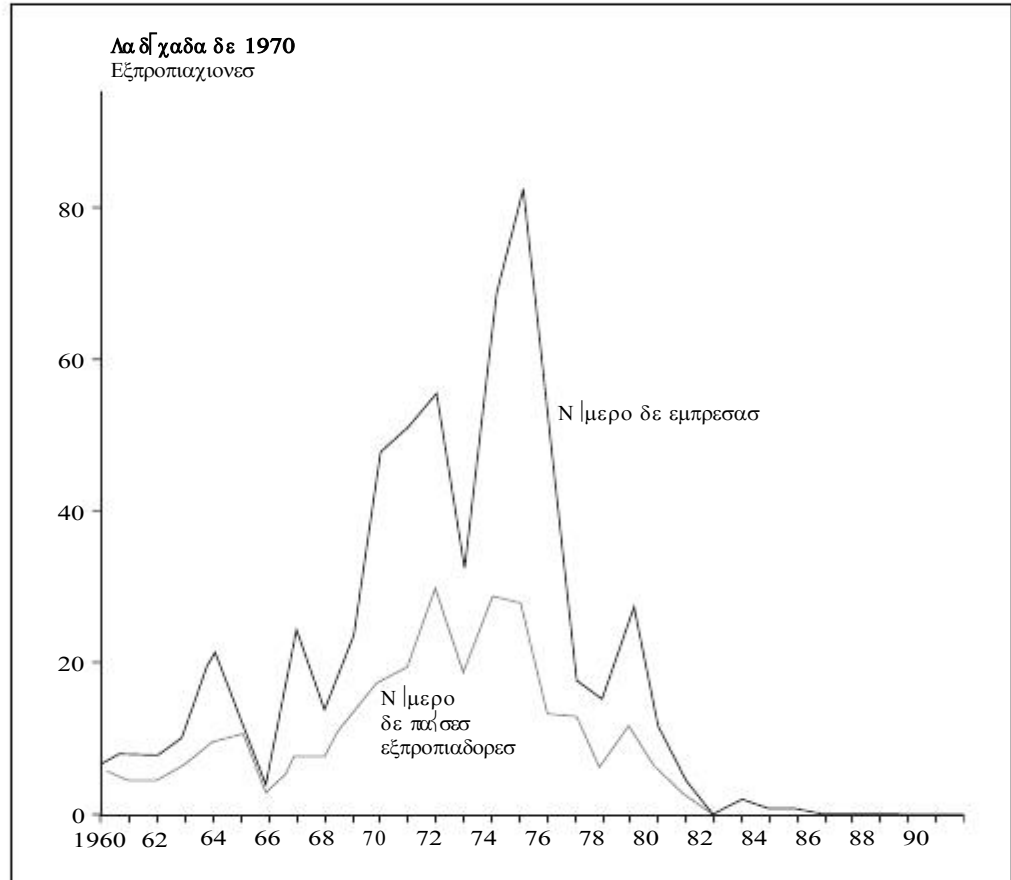
No obstante, lo anterior no significa que el riesgo político sea cosa del pasado. En 1992, Enron Development Corporation, subsidiaria de la compañía eléctrica con sede en Houston, firmó un contrato para construir lo que sería la central más grande de la India, con una inversión total de 2.8 mil millones de dólares. La gran escasez de energía eléctrica había sido uno de los cuellos de botella que frenaban el desarrollo económico. Después de que Enron gastó casi 300 millones de dólares, el proyecto fue cancelado por políticos nacionalistas en el estado de Maharashtra, donde se construiría la planta. Después las autoridades de este estado invitaron a Enron a renegociar el contrato. De haber aceptado, habría tenido que aceptar una menor rentabilidad. Como se observa en este caso, una causa importante del riesgo político de la inversión extranjera directa es que no existen medios de hacer cumplir los contratos.

No es fácil medir el riesgo político. Cuando Enron firmó el contrato para construir la planta eléctrica en la India, era imposible prever la victoria del partido nacionalista. A muchas empre-

⁹ Esta exposición se basa en Kobrin (1979) y Root (1972).

ILUSTRACIÓN 16.9

Frecuencia de la expropiación de los activos en manos extranjeras



Φονετε: Τηε εχονομιστ, 27 δε μαρζο, 1993, π. 19. ♣ 1993 Τηε Εχονομιστ Νεωσπατερ Γρουπ, Ινχ. Ιλυστραχι (ν ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι (ν.

sas de Hong Kong estaban nerviosas debido a las intenciones de Beijing en la época posterior a 1997. Es posible que las reglas de juego cambien una vez que Hong Kong vuelva a estar bajo la jurisdicción de China. Por difícil que parezca, una multinacional ha de medir el riesgo político de sus proyectos en el extranjero. Los expertos en esta clase de análisis evalúan —a menudo subjetivamente— una serie de factores como los siguientes.¹⁰

- *El sistema político y gubernamental del país anfitrión.* En el riesgo político influye poderosamente si hay un sistema y una infraestructura administrativa que permiten tomar decisiones políticas adecuadas y modernas. Si existen demasiados partidos políticos y frecuentes cambios de gobierno (como en Italia), las políticas gubernamentales pueden volverse incongruentes y discontinuas, creando entonces el riesgo político.
- *Analizar los antecedentes de los partidos políticos y su fuerza relativa.* La forma en que los partidos administrarán la economía se descubre examinando su orientación ideológica y comportamiento histórico. Si un partido se adhiere a una ideología fuertemente nacionalista y/o a ideas socialistas, es posible que instituya políticas nocivas para las compañías extranjeras. En cambio, un partido con una ideología liberal y orientada al mercado difícilmente adoptará medidas en contra de los intereses extranjeros. Habrá mayor riesgo político si el partido anterior es más popular que el actual y, por lo tanto, tiene mayores probabilidades de ganar la siguiente elección general.

¹⁰ Esta exposición se basa principalmente en el sistema con que Morgan Stanley evalúa el riesgo político.

- *Integración al sistema mundial.* Si una nación está política y económicamente aislada y segmentada del resto del mundo, estará menos dispuesta a observar las reglas del juego. Corea del Norte, Irak, Libia y Cuba son un ejemplo. Cuando un país es miembro de las grandes organizaciones internacionales (Unión Europea, Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos, Organización Mundial del Comercio), habrá más probabilidades de que las acate y así disminuirá el riesgo político. Por eso, como China forma parte de esta última, las multinacionales que operen allí encaran menor riesgo político.
- *Estabilidad étnica y religiosa del país anfitrión.* Como se observa en la guerra civil de Bosnia, la paz se esfuma a veces ante conflictos étnicos y religiosos, provocando un riesgo político para las compañías extranjeras. Otros ejemplos son Nigeria, Ruanda, Irlanda del Norte, Turquía, Israel, Sri Lanka y Quebec.
- *Seguridad regional.* La agresión potencial y real por un país vecino es, sin duda, una causa importante de riesgo político. Kuwait es un ejemplo. Algunas naciones como Corea del Sur y Taiwán están expuestas al mismo riesgo, según el curso que tomen los sucesos políticos en el Cercano Oriente. Este mismo riesgo encaran Israel y sus vecinos árabes.
- *Indicadores económicos básicos.* A menudo un problema económico es el detonante de los acontecimientos políticos. Por tanto, el riesgo político no es enteramente independiente del riesgo económico. Por ejemplo, un déficit comercial persistente orilla a lo siguiente: que el gobierno de país anfitrión posponga o suspenda el pago de intereses a los prestamistas extranjeros, levante barreras comerciales o suspenda la convertibilidad de la moneda local ocasionando con ello un grave problema a las multinacionales. Una profunda desigualdad en la distribución del ingreso (como ocurre en muchos países latinoamericanos) y el deterioro del nivel de vida (como en Rusia tras el colapso de la Unión Soviética) pueden ocasionar graves perturbaciones políticas. La prolongada recesión de Argentina y el colapso posterior de la paridad peso-dólar provocó el congelamiento de los depósitos bancarios, revueltas callejas y tres cambios de presidentes en varios de meses de 2002.

Una multinacional puede acudir a sus propios expertos para que hagan el análisis respectivo. Pero a menudo contrata a externos para que efectúen una evaluación profesional del riesgo político en varias naciones. Por ejemplo, Morgan Stanley ofrece un análisis profundo del riesgo político y de país usando varias fuentes de datos, entre ellas publicaciones del sector gubernamental y privado, estadísticas proporcionadas por las organizaciones internacionales, artículos de prensa y entrevistas con los funcionarios de ambos sectores. Las ilustraciones 16.10 y 16.11 ofrecen este tipo de análisis en dos países —Corea del Sur y Hungría— que se convirtieron en democracias plenas durante la última década. También ofrecen un ejemplo de cómo realizar el análisis del riesgo político.

Euromoney es una publicación que ofrece esta clase de valuación dos veces al año.¹¹ Como se aprecia en la ilustración 16.12, contiene una clasificación de los países por riesgo político, por evaluación crediticia, desempeño económico y otros factores. Además, ofrece una clasificación global del riesgo país basada en una encuesta de opiniones entre economistas y analistas políticos, junto con datos del mercado y estadísticas de la deuda. El **riesgo país** es una medida más completa del riesgo que el riesgo político, pues además de éste incluye el riesgo crediticio y otros índices de desempeño económicos. En 2005, algunas naciones como Suiza, Noruega y Luxemburgo estaban catalogadas como prácticamente libres de riesgo político. Por el contrario, otras como Israel, China, India, México, Rusia y Brasil figuraban entre las bastante expuestas. Otras como Argentina, Indonesia y Zimbabue eran consideradas las más riesgosas. En la ilustración 16.12 se observa que este tipo de clasificación coincide estrechamente con la de riesgo país general.

Estudiemos ahora la manera de administrar el riesgo político. En primer lugar, las multinacionales pueden adoptar una actitud conservadora ante los proyectos de inversión extranjera al enfrentarse a este riesgo. Cuando un proyecto está expuesto a éste, las MNC pueden incorpo-

www.euromoney.com/index.html

Este sitio ofrece estadísticas y artículos tomados de *Euromoney*.

¹¹ Todos los años, *Euromoney* publica su clasificación del riesgo país en los números correspondientes a marzo y septiembre.

ILUSTRACIÓN 16.10

Análisis del riesgo político: Corea del Sur

Μοοδηΐσ: ΑΙ; Σ&Π: Α , Περσπεχτινω: ποσitiνω																																					
Φορτιλεζωσ	Δεβλιδαδεσ																																				
<p><i>Πολ'τιχασ</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Τρανσχι Γν α λα δεμοχραχια σιν σοβρεσλιτωσ (1987). <input type="checkbox"/> Ιντεγραχι Γν α οργασιζαχιονεσ γλοβαλεσ ψ ρεγιοναλεσ. <p><i>Εχον Γμχασ</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Εχονομ'α βιεν διπερσιφιχαδα. <input type="checkbox"/> Σ Γλιδο σεχτορ μανυφαχτυρερο. <input type="checkbox"/> Χρεχιμιεντο ρ'πιδο. <input type="checkbox"/> Αδμιιστραχι Γν φισαλι πρυδεντε. <input type="checkbox"/> Δεσεμπλεο βαφο. <input type="checkbox"/> Εξπορταχιονεσ βιεν διπερσιφιχαδασ ψ χομπετιτιπωσ. <input type="checkbox"/> Χρεχιεντε ινωερσι Γν εξτρανωερα. <input type="checkbox"/> Περφιλ μυψ φαποραβλε δε λα δευδα. <p><i>Ραζονεσ πρινηπιαλεσ (%)</i></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>1987</th> <th>1988</th> <th>1989</th> <th>1990</th> <th>1991</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Δευδα εξτερνα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε</td> <td>63</td> <td>44</td> <td>40</td> <td>41</td> <td>46</td> </tr> <tr> <td>Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε</td> <td>17</td> <td>10</td> <td>9</td> <td>11</td> <td>10</td> </tr> <tr> <td>Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ</td> <td>7.5</td> <td>8.1</td> <td>2.4</td> <td>0.9</td> <td>3.1</td> </tr> <tr> <td>Χοβερτυρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)</td> <td>1.1</td> <td>3.1</td> <td>3.2</td> <td>2.7</td> <td>2.2</td> </tr> <tr> <td>Σαλδο δελ πρεστυπεστο (% δε ΠΙΒ)</td> <td>1.5</td> <td>2.1</td> <td>0.3</td> <td>0.4</td> <td>1.1</td> </tr> </tbody> </table>		1987	1988	1989	1990	1991	Δευδα εξτερνα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	63	44	40	41	46	Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	17	10	9	11	10	Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ	7.5	8.1	2.4	0.9	3.1	Χοβερτυρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	1.1	3.1	3.2	2.7	2.2	Σαλδο δελ πρεστυπεστο (% δε ΠΙΒ)	1.5	2.1	0.3	0.4	1.1	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Τοδαπ'α υνα δεμοχραχια φοσεν. <input type="checkbox"/> Παρτιδο μ'σ ραδιχαλ δε οποσιχι Γν. <input type="checkbox"/> Χοστο δε υνα ποσιβλε ρευνιφιχαχι Γν χον Χορεα δελ Νορτε. <input type="checkbox"/> Ρελαχιονεσ λαβοραλεσ διφ'ιχλεσ. <input type="checkbox"/> Εστυδιαντεσ χον σεντιμιεντοσ αντιοχχιδενωταλεσ. <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Χαρεχε δε ρεχυρσοσ νατυραλεσ ψ δε πετρ Γλεο. <input type="checkbox"/> Αλγυνοσ χοντρολεσ δε διπιασ. <input type="checkbox"/> Ελ σεχτορ φινανχιερο νεχεσιτα ρεφορμασ. <input type="checkbox"/> Βαφασ ρεσερσασ δε διπιασ. <input type="checkbox"/> Αυμενωτοσ σαλαριαλεσ θυε εροσιοναν λα χομπετιτιπωδα.
	1987	1988	1989	1990	1991																																
Δευδα εξτερνα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	63	44	40	41	46																																
Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	17	10	9	11	10																																
Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ	7.5	8.1	2.4	0.9	3.1																																
Χοβερτυρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	1.1	3.1	3.2	2.7	2.2																																
Σαλδο δελ πρεστυπεστο (% δε ΠΙΒ)	1.5	2.1	0.3	0.4	1.1																																

Φωεντε: ΙΦΣ, ταβλιασ δε δευδα δελ Βανχο Μυνδιαλ, ΙΙΦ, βολετιν εστωδ'ισχιο μενωσολ δελ Βανκ οφ Κορεα, Μοργαν Στανλαμ Χρεδιτ Ρεσεαρχη.

La economía de Corea del Sur es una de las más dinámicas del mundo. Las bases económicas se mantienen sólidas y una industria bien desarrollada, que se orienta a las exportaciones, ha hecho de su economía una de las de más rápido crecimiento en la última década. Las exportaciones están diversificadas y son competitivas; la inversión internacional en portafolios ha aumentado mucho tras la reciente desregulación financiera y la flexibilidad de los controles cambiarios. Una adecuada política fiscal se refleja en los superávits presupuestales, el desempleo es bajo y la inflación es moderada de acuerdo con los criterios aplicables a los países subdesarrollados. La deuda externa de \$39 000 millones de dólares —o sea 46% de los ingresos de la cuenta corriente— y la razón del servicio de la deuda son muy favorables. Entre las pocas debilidades del país citamos la falta de recursos naturales, la dependencia respecto a la importación del petróleo y un sistema financiero que es preciso desregular, modernizar y ajustarlo a las normas mundiales. El desarrollo del sector financiero es necesario para que se desarrollen, en el futuro, la economía nacional y el sector exportador, y una más efectiva administración de la macroeconomía.

Es en la política donde existe el mayor riesgo. A pesar del progreso (una transición suave a la democracia en las elecciones presidenciales de 1987), a veces la atmósfera política no es muy segura, pues Corea el Sur es una democracia joven y el principal partido de oposición es radical. El sentimiento antioccidental predomina entre los estudiantes y hay algunas manifestantes de los trabajadores. Las relaciones laborales han sido difíciles, con algunas huelgas importantes que estallan cada primavera. Aunque la amenaza militar de Corea del Norte ha disminuido de modo significativo, el costo financiero y social de una posible reunificación probablemente sea grande. Por último, el ingreso per cápita aún está muy por debajo del de los países desarrollados.

rarlo explícitamente al presupuesto de capital y tenerlo en cuenta para ajustar el valor presente neto del proyecto. Las empresas pueden hacerlo reduciendo los flujos esperados de efectivo o aumentando el costo de capital. Otra opción consiste en emprender un proyecto en el extranjero sólo cuando el valor presente neto ajustado sea positivo. Conviene precisar que el riesgo político es diversificable en cierta medida. Supongamos que una multinacional tiene activos en —digamos— 30 naciones. Puesto que el riesgo político quizá no tenga una correlación positiva en varios países, el riesgo político de uno solo podrá diversificarse hasta cierta medida. Entonces posiblemente no se haya que ajustar dicho valor. Este análisis también significa que las multinacionales pueden recurrir a la diversificación geográfica en su inversión internacional para atenuar el riesgo político. En pocas palabras, no ponga todos los huevos en una canasta.

ILUSTRACIÓN 16.11

Análisis del riesgo político: Hungría

Μοδδψ/ο: Βα1; Σ&Ι: ΒΒ , Περσπεχτιβα: ποσιτιβα																																					
Φορταλέζασ	Δεβιλιδαδεσ																																				
<p><i>Πολίτιγασ</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Τρανσχι ίν συαπε α υν σιστεμα μυλτιπαρτιδιστα. <input type="checkbox"/> Γοβιερνο ψ οποσιχι ίν εν φαπορ δε λασ ρεφορμασ. <input type="checkbox"/> Μιεμβρο σοχιο δε λα Χομμυνιδαδ Εχον ίμιχα Ευροπεα. <input type="checkbox"/> Ηομογενειδαδ ίντιχα. <input type="checkbox"/> Λοσ τραβαφαδορεσ αχεπταν λασ ρεφορμασ. <p><i>Εχον ίμιχασ</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Ρεφορμα εχον ίμιχα θυε απαζα ρ(πιδαμεντε. <input type="checkbox"/> Χοντρολεσ χαμβιαριοσ μυψ φλεξιβλεσ. <input type="checkbox"/> Σιστεμα χομερχιαλ χονσιδεραβλεμεντε λιβεραλιζαδο. <input type="checkbox"/> Ρεοριενταχι ίν εξιτοσα δελ χομερχιο εντρε Οριεντε ψ Οχχιδεντε. <input type="checkbox"/> 70% δελ χομερχιο χον λα ΟΧΔΕ. <input type="checkbox"/> Αχυμυλαχι ίν ρ(πιδα δε ρεσερπασ εν διπιασ. <input type="checkbox"/> Μεφοραμειντο δελ δεσεμπε)ο δε λα χυεντα χορριεντε. <input type="checkbox"/> Αυμεντο ρ(πιδο εν λα ινπερσι ίν εξτρανφερα. <input type="checkbox"/> Μεφοραμειντο αχελεραδο δελ περφιλ δε λα δευδα. <p><i>Ραζονεσ πρινχιαλεσ (%)</i></p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>1987</th> <th>1988</th> <th>1989</th> <th>1990</th> <th>1991</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Δευδα εξτερνα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε</td> <td>327</td> <td>299</td> <td>266</td> <td>218</td> <td>177</td> </tr> <tr> <td>Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε</td> <td>63</td> <td>54</td> <td>47</td> <td>44</td> <td>32</td> </tr> <tr> <td>Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ</td> <td>3.4</td> <td>2.9</td> <td>5.0</td> <td>0.8</td> <td>0.8</td> </tr> <tr> <td>Χοβερτυρα δε ιμφορταχιονεσ (Μοσ.)</td> <td>3.9</td> <td>3.5</td> <td>2.5</td> <td>2.1</td> <td>5.2</td> </tr> <tr> <td>Σαλδο δελ πρεσυπυεστο (% δελ ΠΙΒ)</td> <td>3.3</td> <td>0.2</td> <td>2.1</td> <td>0.9</td> <td>4.1</td> </tr> </tbody> </table>		1987	1988	1989	1990	1991	Δευδα εξτερνα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε	327	299	266	218	177	Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε	63	54	47	44	32	Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ	3.4	2.9	5.0	0.8	0.8	Χοβερτυρα δε ιμφορταχιονεσ (Μοσ.)	3.9	3.5	2.5	2.1	5.2	Σαλδο δελ πρεσυπυεστο (% δελ ΠΙΒ)	3.3	0.2	2.1	0.9	4.1	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Υβιχαχι ίν εν υνα ρεγι ίν ινεσταβλε. <input type="checkbox"/> Ινχερτιδυμβρε δε λασ ρελαχιονεσ χον Εσλοπαθια. <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Δεπενδε δεμασιαδο δε λα ιμφορταχι ίν δε πετρ ίλεο. <input type="checkbox"/> Ρεεστρυχτυραχι ίν εχον ίμιχα ινχομπλετα. <input type="checkbox"/> Δεφιχιεντε δεσεμπε)ο δελ πρεσυπυεστο. <input type="checkbox"/> Δεσεμπλεο αλω ψ εν αυμεντο.
	1987	1988	1989	1990	1991																																
Δευδα εξτερνα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε	327	299	266	218	177																																
Σερπιχιο δε λα δευδα/ιγρεσσοσ δε χυεντα χορριεντε	63	54	47	44	32																																
Σαλδο δε λα χυεντα χορριεντε/ΠΙΒ	3.4	2.9	5.0	0.8	0.8																																
Χοβερτυρα δε ιμφορταχιονεσ (Μοσ.)	3.9	3.5	2.5	2.1	5.2																																
Σαλδο δελ πρεσυπυεστο (% δελ ΠΙΒ)	3.3	0.2	2.1	0.9	4.1																																

Φυεντε: ΙΦΣ, ταβλιασ δε δευδα δελ Βανχο Μυνδιαλ, ΙΙΦ, Νατιοναλ Βανκι οφ Ηυγαρι, Μοργαν Στανλαμ Χρεδιτ Ρεσεαρχη.

La peculiaridad de Hungría reside en que es el único país del Bloque Oriental que hizo una transición a la economía de mercado sin divisiones ni violencia. La transición a una democracia multipartidista se completó con las elecciones generales de 1990. Hungría goza de estabilidad en una región dividida por la violencia étnica. Actualmente, la única amenaza a su estabilidad puede ser el maltrato étnico de los húngaros en Eslovaquia tras la división de Checoslovaquia. La disposición de Hungría a pagar sus deudas ha sido notable, incluso en épocas difíciles.

Su transformación y su flexibilidad económica luego del colapso de comercio con Rusia son impresionantes a todas luces. En los dos últimos años, el proceso de la reforma económica, iniciado en 1968, se agilizó para crear un sector privado dinámico, reestructurar el sector estatal y liberalizar el comercio. Hoy el sector privado representa 30% del PIB en comparación con 10% de 1989. El sistema comercial ha sido liberalizado con 90% de las importaciones exentas de licencias, y los aranceles fueron reducidos de modo significativo. A la luz del colapso de la Unión Soviética y de sus problemas económicos, la reorientación del comercio hacia Occidente ha sido todo un éxito: las exportaciones en moneda convertible aumentaron de 45% en 1991 a 21% en los siguientes siete meses de 1992, y los países miembros de la OCDE representan 70% del comercio. La cuenta corriente sigue arrojando superávit y el país ha logrado captar más de la mitad de la inversión extranjera en Europa Oriental. El perfil de la deuda ha mejorado muy rápidamente, como lo indica la razón de la deuda, que disminuyó de 343% en 1986 a 177% en 1991. La razón de servicio de deuda también registró una reducción, de 85% en 1986 a 32% en 1991. Un aspecto negativo consiste en que la reestructuración de la economía se traduce en una recesión severa (el PIB cayó 10.2% en 1991 y se prevé que caiga de nuevo 5% en el año actual) y en un elevado desempleo (actualmente cerca de 11%).

En segundo lugar, una vez que una multinacional decida emprender un proyecto en otro país, dispone de varias medidas para reducir al mínimo el riesgo político. Por ejemplo, puede asociarse (en *joint venture*) a una compañía local. Se supone que, si ésta posee una parte del proyecto, el gobierno estará menos inclinado a expropiarlo, pues no sólo perjudicaría a la multinacional, sino también a la compañía local. Otra alternativa consiste en crear un consorcio de empresas internacionales para encargarse del proyecto. En este caso, la multinacional

ILUSTRACIÓN 16.12

Clasificación de riesgo país

Αυγαρ	Παίς	Ριεσγο παίς	Ριεσγο πολίτηχο	Δεσεμπε)ο εχον (μιχο	Χλασφιοχι (ν δε χρι) διτο
	Πεσοσ:	100.00	25.00	25.00	10.00
1	Νορνεγα	99.45	24.69	25.00	10.00
2	Συιζα	99.15	25.00	24.38	10.00
3	Λυξεμβυργο	99.10	24.90	24.43	10.00
4	Εσταδοσ Υνιδοσ	96.93	24.12	22.81	10.00
5	Διναμαρχα	95.63	24.69	21.18	10.00
6	Συεχια	94.58	24.76	20.05	10.00
7	Ρεινο Υνιδο	93.55	24.52	19.26	10.00
8	Φινλανδια	93.52	24.77	18.99	10.00
9	Αυστρια	93.43	24.59	19.07	10.00
10	Ιρλανδα	93.26	24.48	19.01	10.00
11	Παίσεσ Βοιροσ	93.16	24.81	18.58	10.00
12	Χαναδ(	92.76	24.56	18.43	10.00
13	Θαπ (ν	91.86	23.62	20.52	8.96
14	Βίλγιοχα	91.74	23.84	18.75	9.38
15	Αλεμανια	91.17	24.19	17.21	10.00
16	Φρανχια	90.78	24.08	16.93	10.00
17	Αυστραλια	90.58	24.13	17.00	9.79
18	Σιγκαπυρ	90.31	24.25	17.29	10.00
19	Ισλανδια	89.75	22.93	19.02	8.54
20	Εσπα)α	87.82	23.24	14.82	10.00
21	Νυεππα Ζελανδα	87.45	23.56	14.66	9.58
22	Ιταλια	86.50	22.61	15.58	8.54
23	Βερμυδασ	83.75	20.62	17.72	8.96
24	Ταιω(ν	83.72	21.34	17.18	7.92
25	Πορταγαλ	83.19	22.27	12.40	8.75
34	Βαηαμασ	70.02	18.53	11.45	6.25
35	Ρεπ βλιχα Χηεχα	69.38	19.31	10.53	6.67
37	Χορεα δελ Συρ	69.05	19.99	12.60	6.46
38	Ηυγγρ(α	68.82	17.58	10.36	6.67
41	Ισραελ	66.28	15.62	11.29	6.46
42	Αραβια Σαυδιτα	65.72	15.15	9.86	6.25
43	Χη(λε	65.43	19.27	10.48	6.25
49	Μίξιοχο	62.68	16.99	9.50	5.00
51	Χηινα	61.21	17.00	10.45	6.25
56	Ταιλανδια	59.89	17.32	8.96	5.42
57	Συδ(φριοχα	58.21	15.29	7.95	5.21
60	Ινδια	56.34	15.33	8.77	3.96
61	Ρυσια	53.51	13.53	8.63	4.38
66	Εγιοπο	49.98	13.06	6.33	3.75
68	Βρασυλ	49.04	12.44	7.91	2.29
73	Τυρθθ(α	47.43	10.92	6.46	2.29
74	Ιρ(ν	46.90	11.85	7.14	2.50
75	σιετναμ	46.55	12.61	7.47	2.29
85	Ινδονεσια	41.88	10.67	6.59	1.88
123	Βοσνια-Ηερζεγοπινα	33.67	6.01	4.18	0.63
141	Αργεντινα	31.98	4.88	6.35	0.21
161	Σιερρα Λεονα	26.14	3.96	2.50	0.00
173	Ζιμβαβυε	22.82	2.09	0.31	0.00
181	Χυβα	14.07	2.81	8.43	0.00
185	Ιρακ	1.85	0.55	0.47	0.00

Φυεντε: Ευρομονεμ, μαρζο 2005.

disminuiría el riesgo político y, al mismo tiempo, haría más costosa la expropiación, pues el gobierno anfitrión no querrá tomar medidas que lo enemisten con varios países al mismo tiempo. Otra alternativa más consiste en financiar el proyecto con deuda pedida en el país de origen; de esta manera la MNC puede desconocer la deuda si el gobierno aplica medidas que lastimen sus intereses.

En tercer lugar, la multinacional puede comprar un seguro contra el riesgo político. Estas pólizas, que están disponibles en muchos países industrializados, son de gran utilidad para las empresas pequeñas que disponen de menos recursos para sortear el riesgo político. En Estados Unidos, la **Overseas Private Investment Corporation (OPIC)**, organismo del gobierno federal, ofrece seguros contra (1) la inconvertibilidad de divisas, (2) la expropiación de activos estadounidenses en el extranjero, (3) destrucción de propiedades físicas de estadounidenses, debido a una guerra, revolución u otros sucesos políticos violentos y (4) pérdida de ingresos de negocios debido a la violencia política. El objetivo primario de la OPIC es estimular la inversión privada estadounidense en las economías de los países subdesarrollados. Las multinacionales también pueden comprar una póliza especial a aseguradoras como Lloyd's de Londres.

Cuando el riesgo político puede cubrirse enteramente mediante un seguro, puede restarse la prima al flujo esperado de efectivo cuando se calcule el valor presente neto del proyecto. Así, al descontar los flujos previstos de los proyectos, la MNC puede emplear el costo usual del capital, por ejemplo, para evaluar los proyectos de inversión nacional. Por último, muchos países han firmado acuerdos bilaterales o multilaterales de protección de inversión, los cuales les han permitido eliminar la mayoría de los riesgos políticos. En conclusión, si una multinacional invierte en un país que firmó este tipo de acuerdo con su país, quizá no haya que preocuparse demasiado por el riesgo.

Un tipo especial de riesgo político que las multinacionales e inversionistas pueden enfrentar es la corrupción de los funcionarios públicos en su beneficio personal. A menudo los inversionistas tienen que enfrentar sobornos por parte de políticos y funcionarios para obtener contratos y un proceso burocrático sin obstáculos. Si una compañía se niega a pagar el soborno, correrá el peligro de perder oportunidades de negocios o tendrá que hacer engorrosos trámites burocráticos. Y si acepta, se expondrá a violar la ley o sufrirá la vergüenza de que se sepa y los medios lo divulguen. Aunque la corrupción está en todo el mundo, es un problema mucho más serio en muchas economías en desarrollo y en transición, donde el sector público es grande, las instituciones democráticas son débiles y la prensa está amordazada. La Foreign Corrupt Practices Act (FCPA) prohíbe a las compañías estadounidenses sobornar a funcionarios extranjeros y la OCDE también adoptó un acuerdo para juzgar el soborno de funcionarios extranjeros por las MNC. Por lo tanto, se considera que las empresas procedentes de los países desarrollados incurrir en una falta moral y legal cuando dan sobornos. Otro riesgo es la extorsión de las organizaciones criminales de tipo mafioso. Por ejemplo, se sabe que en Rusia, la mayoría de las compañías han sido víctimas de la extorsión. Para sortear situaciones tan difíciles, hay que contratar a personas familiarizadas con el entorno local, fortalecer el apoyo local y mejorar las medidas de seguridad física.

RESUMEN

En este capítulo se exponen varios temas relacionados con la inversión extranjera directa (IED) realizada por las multinacionales, que juegan un papel clave al moldear la economía emergente global.

1. Una empresa se vuelve *multinacional* cuando efectúa una inversión extranjera directa, la cual puede consistir en construir plantas de producción en el exterior o en adquirir una empresa ya establecida.
2. En el periodo 1999-2003 los flujos totales anuales de salida de IED arrojaron un promedio de 840 mil millones de dólares. Estados Unidos es el principal receptor, así como el iniciador de la IED, le siguen Francia, Alemania, Países Bajos y Reino Unido como fuentes principales de inversión extranjera directa; Reino Unido, China, Francia, Alemania y Países Bajos se han convertido últimamente en los principales receptores de esos capitales.