

AAU

AMERICAN ANDRAGOGY
UNIVERSITY



Acerca de los autores

Cheol S. Eun

Georgia Institute of Technology

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

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

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

Bruce G. Resnick

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

Wake Forest University

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

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



Prefacio

Por qué hemos escrito este libro de texto

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

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

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

Filosofía del libro

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

Enfoque en los elementos básicos

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

Organización de la cuarta edición

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

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

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

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

Εσταδίσχιασ αχτυαλιζαδασ δε λασ βαλανζασ δε παγοσ.

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

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

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

Χοβερτυρα ιντεγραλ δε λασ χονδιχιονεσ χλαπεσ δε λασ παριδαδεσ.

Δατοσ ψ εφεμπλοσ δελ μερχαδο εντεραμεντε αχτυαλιζαδοσ.

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

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

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

ΠΡΙΜΕΡΑ παρτε

Φυνδαμεντοσ δε λα αδμισιστραχι Γν φινανχηρα ιντερναχιοναλ 2

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

ΣΕΓΥΝΔΑ παρτε

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

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

ΤΕΡΧΕΡΑ παρτε

Εζηποσχι Γν δε λασ διπιασ ψ συ αδμισιστραχι Γν 190

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

La perspectiva administrativa

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Características pedagógicas

APLICACIÓN DE UN CASO

La administración del riesgo cambiario en Merck²

Παρα αναλύει τον μόνον δετενιμμένο λα φέρμα εν θυε λαο χομπλόσασ μανεραν δε ηζερτο συ εζπορηγί νηχομπαρμαεμιοσπλεηδοσδεζαδε. Νο ηχομορκατόλνομποροεπτελαζορρορο φεραμζε λογο εσπεδοσνόνονε, παρα εσπεδορ εσ πλεεταμμένο δε λα ελφασεσρηγί ν δε λα εζπορηγί ν ηχομπαρμα γλαβεζά. Αυν χομλόο λα δεζησι ν δε ηζοβερταρ ραζά δε Μερκε ραβίερα

² Este caso es tomado de Lewent y Kearney, 1990.

¡Novedad! Casos aplicados: Νυεπος χασοσ απλιχαδοσ σε ιντεγραν α αλγυνοσ χαπή τυλοσ α λο λαργιο δελ τεζτο α εφεγχο δε ρεφορζαρ τεμασ εσπερχί φηγοσ ψ δε αιηλδαρ α λοσ εστυδιαντεσ α απλιχαρ τεορήασ ψ χοηογεπτοσ α σιτυαχιονεσ ρεαλεσ.

Profundización conceptual

Fijación de precio a los activos en las restricciones de la propiedad a los extranjeros¹⁴

En esta sección vamos a investigar de una manera formal cómo el precio de equilibrio de los activos se calcula cuando los extranjeros están sujetos a las restricciones referentes a la máxima propiedad proporcional en las compañías locales. Igual que antes, supondremos que hay dos países en el mundo: el anfitrión y el huésped. Para simplificar la exposición supondremos además que el país huésped impone una restricción a la propiedad de los inversionistas del país anfitrión, pero que esto no tiene el mismo efecto que en el país huésped. En consecuencia, los inversionistas del país anfitrión no pueden tener más que cierto porcentaje de acciones de una transnacional; en cambio, a los inversionistas del país huésped no se les prohíbe en absoluto en el país anfitrión.

Como supondremos que no se impone restricción alguna a las acciones locales, un mismo activo local tiene el mismo precio para los inversionistas de ambos países, precio que es igual al precio de un mercado perfecto de capitales. En el caso de los activos locales, prevalece la ley de un precio. Sin embargo, sigue vigente el fenómeno de precio de mercado en las acciones de los extranjeros.

En concreto, a los activos del país anfitrión se les fijará el precio conforme a la ecuación 17.7: el modelo de fijación de precios a los activos internacionales en un mercado mundial de capitales totalmente integrado. Se podrá derivar el mismo resultado con las acciones de los extranjeros, según que el inversionista provenga de otro país o del país anfitrión. En el segundo caso, pagará una prima mayor del precio del mercado perfecto, que debería prevalecer cuando no hay restricciones por el contrario. Los precios de los extranjeros se fijarán únicamente a partir del precio del mercado perfecto. Ello significa que los inversionistas locales necesitarán un rendimiento más bajo de las acciones del país huésped que los extranjeros.

Eun y Janakiraman (1986) ofrecen las siguientes soluciones a las tasas de equilibrio del rendimiento de la actividad internacional, según las perspectivas del inversionista del país anfitrión y del país huésped, respectivamente:

$$R^* = R_f + \frac{A^* W}{A^* W + C} \text{Cov}(R_f, R_h) \quad (17.10)$$

$$R^* = R_f + \frac{A^* W}{A^* W + C} \text{Cov}(R_f, R_h) \quad (17.11)$$

donde $\frac{A^* W}{A^* W + C}$ representa la fracción de la f-ésima transnacional que se permite poseer a los inversionistas del país anfitrión, contados en su totalidad. En la ecuación anterior, el portafolio 5 designa el portafolio de sustitución que es el de los activos del país anfitrión, el cual está más correlacionado con el portafolio 5 del mercado extranjero. Por lo tanto, el portafolio 5 puede considerarse el sustituto casero óptimo del portafolio 5.

En el modelo anterior, las tasas de equilibrio de rendimiento dependen esencialmente de la eficiencia de la restricción internacional. Si la restricción internacional del país anfitrión para reproducir el portafolio del mercado internacional utilizando sus activos nacionales, que es el riesgo por el mercado internacional $\text{Cov}(R_f, R_h) - \text{Cov}(R_f, R_h)$. En el caso especial en que el portafolio 5 sustituya perfectamente al portafolio 5 del mercado internacional, tendremos $\text{Cov}(R_f, R_h) = \text{Cov}(R_f, R_h)$. En este caso, la actividad internacional se le fijará el precio como si los mercados mundiales de capital estuviesen totalmente integrados desde la perspectiva de ambos inversionistas, aun cuando esté vigente una restricción a la propiedad. No obstante, por lo regular los inversionistas del país anfitrión pagarán una prima por los activos internacionales (es decir, aceptan una tasa de rendimiento más baja que la del mercado perfecto de capitales) en la medida en que no pueden reproducir exactamente el portafolio del mercado internacional utilizando activos locales. En cambio, los inversionistas del país huésped recibirán un descuento, es decir, una tasa más alta que la del mercado perfecto.

¡Novedad! Profundización conceptual: Αλγυνοσ τεμασ σον, πορ νατυραλεζά, μζ σ χομπλεροσ θυε οτροσ ψ, πορ ελλο, εστα σεχχι ν ηνηονδα εν ελλοσ. Εσασ σεχχιονεσ σε πυεδεν σάλταρ σιν θυε σε πιερδα λα χοηοηυιδαδ, λο χουάλ περμιτε αλ προφεσορ αδαπατα χοηο φαχλιδαδ λαο λεχωρασ θυε δερα δε ταρεα α λοσ εστυδιαντεσ. Λοσ χοεσσιοναριοσ αλ φιναλ δελ χαπή τυλο ψ λοσ προβλεμασ ρελαχιοναδοσ χοηο λαο σεχχιονεσ □ Προφονδίζαχι ν χοηογεπταλ □ δελ τεζτο ταμβιβ ν εστ(ν σε)αλαδοσ.

www.nestle.com/

La página principal de Nestlé suministra información básica sobre la compañía.

Recursos en la web: Εστοσ ρεχυροσσο σε χιταν α λοσ μζ ργενεσ, δεντρο δε χαδα χαπή τυλο, ψ σον υνα ρεφερενηια ρζ πιδα α λοσ σιτισ οεβ ρελαχιοναδοσ χοηο ελ χαπή τυλο. Χαδα υνα δε λαο ΥΡΛ ταμβιβ ν ηηγλυψε υνα βρεπε εζπλιχαχι ν δε λο θυε σε πυεδε ενχοηοηραρ εν εσε σιτο εσπερχί φηγο.

EJERCICIOS DE INTERNET



Ejercicios de internet: Λοσ εφερχιχοσ δε ιντερνεντ απαρεχεην αλ φιναλ δε χαδα χαπή τυλο παρα συβραηαρ τεμασ εσπερχί φηγοσ ψ συγιερεην αλ εστυδιαντε θυε βυσθυε εν ιντερνεντ δατοσ εσπερχί φηγοσ. Ασί, ποδορ(αναλύζαρ λοσ δατοσ θυε ενχυεντρε παρα ρεσολωερ ελ εφερχιχο.

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

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

ΕΙΣΗΜΠΟΤΖ

Especular y cubrirse con futuros de divisas Suponga que un corredor toma una posición el 3 de marzo de 2005 en un contrato de futuros de dólares canadienses con fecha de junio de 2005 a \$0.8054/CD. El corredor sostiene la posición hasta el último día de operaciones, cuando el precio spot es \$0.7900/CD. Este será el precio final de liquidación debido a la **convergencia de precios**. La ganancia o la pérdida del corredor dependerá de su posición y si fuera un especulador o si fuera un especulador sin una posición subyacente en dólares canadienses, entonces registraría una pérdida acumulada de \$1 540 [(\$0.7900 - \$0.8054) × 100 000] para el periodo del 3 de marzo al 15 de junio. Esta cantidad se restaría de su cuenta marginal como resultado del ajuste diario al mercado. Si opta por la entrega, pagará de su bolsillo 79 000 dólares por los 100 000 dólares canadienses (con un valor de mercado spot de 79 000 dólares). No obstante, su coste efectivo será de 80 540 dólares [79 000 + \$1540], incluido el monto que se habrá restado al dinero marginal. Por otra parte, si nuestro corredor fuera una persona que se cubre mediante la adquisición de 100 000 dólares canadienses, en fecha 15 de junio, a \$0.8054/CD, entonces habrá asegurado un precio de compra de 80 540 dólares debido a su posición larga en el contrato de futuros de dólares canadienses, con fecha de junio.

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

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

ILUSTRACIÓN 7.10

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

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

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

ΕΙΣΗΜΠΟΤΖ

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

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

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

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



LAS FINANZAS INTERNACIONALES EN LA PRÁCTICA

La CME se granjea el apoyo de FOREX con la mira puesta en los negocios sobre el mostrador

Λε άρα μωδερνα δε λος μαργαδωσ δε φημοσ τιενε αο οργεν εν 1972, χκαנדω λα βολαυ Χηχορο Μαργανταυ Εξχονησ (ΧΜΕ) χρε Γά Μαργαδω Μονεταριο Ιντερνακοναυ (ΜΜΙ) παρλαμπεζαρ α νεγοσαρ χον φημοσ δε μονετασ, χον α δε λαρ εσταδουνηεντε χομο πυνο δε ρεφερανχια. Λοσ πρημοσ χονχρετωσ μετορτανεσ δε φημοσ φηνοχρετωσ πυσπερον εν μοσημμενω ναυ σερε δε ν-νοσχερονεσ θυε παρηλιν δε μοδωλο παρλα λος μαργαδωσ δε ηρη, δεμνηαδωσ πορ χονχρετωσ βωσκαδωσ εν φημοσ φηνοχρημοσ. Νο οφηπαντε, ηρησ εν φημοσ ρεζιεντεσ, εστωσ πορτω χονχρετωσ δε άπισια ηρηλιν προδωχωδω εν πολυμεν θυε ρελεραβα μ(σ βιεν αδεμπεσεντε γεροσσερη) χολαυ ηρησ αθελοσ αδεμπεσεντολμεν δε μωλεσ δε μιλιοσ δε δ(λαρσσερη χονχρετωσ αμ) νηχορνη-τε εν λος μαργαδωσ δε άνω ενταβηναχρη σφβρε ά μοστραδω (οσπερ-ηρη χονχρετωσ ΟΤΧ).

Ταρη άψφη, προσδιεντε δε ΧΜΕ, άχε θυε α χαμπε δε λαρ άπισια τιενε εν ενοημε ποτορηα δε χρεχμμενω: Ει μαργαδω δε άπισια ρεπρεσεντα 1.2 βιλιοσ δε δ(λαρσ αλ άα) υνοσ 500 μιλ. μιλιοσ αλ άα παν α μαργαδω στωτ. Ει παλω δε λα νοσχη Γν εσ απαβυλλαντε η ανν χκαנדω λα ΧΜΕ εσ λα χωβεζα εν α χαμπε δε λαρ άπισια εν νεγοσχετωσ αδεμπεσεντολμεν εσ περλαρηχη-παρη Γν δε μαργαδω (ρεπρεσεντωμοσ εντρε 2% η 3% δελ ποδωμεν ποπυ δε άερετωσ) ποπυε χρεχρη. Ελ χονχρετωσ ενταβηναχρη σσα χηφω εν παρ δε πυνοσ παρχρητωσ εσρ(ν) εν ηρησ πολλυμεν παρλα λα ΧΜΕ.

Λα φημοσ ασ προσεντα εν μεδω δε οσρωσ εσθεμρεζωσ ρεαλιζαδωσ παρ λα ΧΜΕ παρ ηρεχρη θυε αο χονχρετωσ Γν δε άπισια σσα μ(σ σπαρητωσ, νηλωσπε σσημα προδωχωσ αδεμνηαδω δε χαμβωσ ηρη-ζωδωσ η ρελοσρη λαυ χονχρετωσ.

RESUMEN

En este capítulo hemos explicado la índole y la administración de la exposición de la conversión. Ésta se refiere a efectos que en una variación de tipos de cambio no tendrían los informes financieros consolidados de una CMN.

- 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.
- 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.
- 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.
- 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 determinar los efectos de la entidad en el exterior en la moneda funcional. El método del tipo de cambio corriente se utiliza para convertir

Ρεσυμεν: Χαδα χαπύ τλω τερμινα χον υν βρεπε ρεσυμεν θυε προπορχονια α λος εστυδιαντεσ υνα χ(μοδα ρεσε)α δε λος χονχρετωσ εσενχιαλεσ.

Ρεχυαδρωσ δε Πλασ φινανζασ εν λα πρ(χ)ητιχα: Αλγυνοσ χαπύ τλωσ ενχλυσηεν εστωσ ρεχυαδρωσ, χυμο φιν εσ οφρηχερ α λωσ εστυδιαντεσ υν πλαντεαμμενω πρ(χ)ητιχο δε λωσ χονχρετωσ β(σ)ηχοσ προσενταδωσ εν ελ χαπύ τλω.

TÉRMINOS CLAVE

activo negociable a nivel internacional, 435	fenómeno de precios de mercado, 438	mercados mundiales de capital totalmente integrados, 436
activo no negociable a nivel internacional, 435	medida de aversión del riesgo agregada, 435	Modelo de fijación de precios de activos internacionales, 435
beta, 424	mercado de capitales totalmente segmentado, 436	modelo de fijación de precio del activo de capital (CAPM), 424
costo de capital, 423	mercados financieros mundiales parcialmente integrados, 436	portafolio de mercado, 424
costo promedio ponderado del capital, 423		
efecto desbordante de los precios, 436		
estructura de capital, 422		

Παλαβρασ χλαπεσ: Υνο δε λωσ ασπεχτωσ μ(σ) εντερεσταντεσ δελ εστυδιο δε λασ φινανζασ εντερνακοναλεσ εσ απρενδερ νυεσπα τερμινολογ(α). Τοδωσ λωσ τ(ρ)μινωσ φυνδαμμενταλεσ εστ(ν) προσενταδωσ εν νεγρητασ λα πρημερα πεζ θυε απαρεχεν ψ, α χοντινυαχη Γν, σον δεφινιδωσ α δεταλλε δεντρο δελ χαπύ τλω. Αλ φιναλ δελ χαπύ τλω απαρεχε υνα λιστα δε παλαβρασ χλαπεσ χον λα ρεφερενχια α συ π(χ)ητια χορρεσπονδιεντε.

- Suponga que el tipo spot del franco suizo es \$0.7000 y que el tipo forward a seis meses es \$0.6950. ¿A qué precio mínimo se debería vender una opción estadounidense de compra a seis meses con un precio de ejercicio de cierre del trato de \$0.6800 en un mercado racional? Asuma que la tasa anualizada a seis meses del euro/dólar es de 3½%.
- Repita el problema 9 pero con una opción estadounidense de venta en lugar de compra.
- Utilice los modelos para determinar el precio de opciones europeas desarrollado en este capítulo para valorar la opción de compra del problema 9 y la de venta del problema 10. Suponga que la volatilidad anualizada del franco suizo es 14.2%. Puede resolver este problema mediante la hoja de cálculo FXOPM.xls.
- Utilice el modelo binomial para fijar el precio de las opciones desarrollado en este capítulo para valorar la opción de compra del problema 9. La volatilidad del franco suizo es 14.2 por ciento.

Πρεγυντασ χον ελ σοφτωαρε Εξχελ: Υν (χ)ονω σε)αλα λασ πρεγυντασ δε φιν δε χαπύ τλω θυε εστ(ν) λιγαδασ αλ προγραμα δε σοφτωαρε χρεαδω πορ λωσ αυτωρεσ. Εν λα σηγυιεντε σεχρη Γν, θυε ηρηλα δε ματεριαλεσ δε απομω, ενχοντραρ(μ(σ) ενφορμαχη Γν σφβρε ελ σοφτωαρε.

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

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

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

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

MINICASO 1 **Dorchester, Ltd.**

Εσ υνα προχοναλ εμπερσα δεδωχαδα α λα ρεσοπερῆα θυε σε εσπερχαλῆα εν χονχολαιοσ δε χαλδαδ. Εν σοσ πλανασ δεδ Ρεινο Υνιδο προδυχε ουλχεσ θυε μενδεν εν Ευροπα Οχχιδενταλ, Εσταδοσ Υνιδοσ η Χαναδῆ. Γραμμα α λοσ ινσταλταχονασ ηη λογραδο σμινισπαρ αῆ μερχαδο εσταδοσ υνιδοσ με(σ δε 102 000 κγ(225 000 λῆρσο δε δεδχεσσι α(ο. Ελ πλανο με(σ λαρινο δεδ, οσοτε θυε σοσ χαναδῆδ παρμιτῆ(λῆρσο α σοσ οβρασε δε σπασα(σπευδαοσ εν Βοστονῆ(φε Στ. Ααση αῆ πλανο με(σ λαρινο δεδ, σορ φε Αζανα. Αη χομπα(α σοτῆ(χονχεπταδε δε θυε υνα πλανα ινδεπενδιεντε σπακαδ εν αῆ, πα(σ λε παρμιτῆρ ατενδερ αῆ μερχαδο εσταδοσ υνιδοσ η Χαναδῆ(δεδνε ηρη σπερε χαρχα δε 65 μλ λῆρσο ο 29 500 κγ αῆ α(ο). Εσταιμ θυε λα δεμια-δα ινχαδ δε εσοσ δεσ μερχαδοσ σορ(176 900 κγ(390 μλ λῆρσο) χον υνα ταα αναλ δε χρεχμεινοτε 5%. Εναθεχο υνα πλανα ινδεπενδιεντε λῆρσο(αῆ ουθεαχερταλ μιντεσασα(α α Εσταδοσ Υνιδοσ η Χαναδῆ(ηερο λα χομπα(α πλανα θυε σοσ σο(σ λο υν προβλεμα α χορο πλαξ(Αη χαρδο δε χονχο αῆσο αῆ, δεσπαρρολο εχον(ημχο θυε τυνε λῆρσο εν Ευροπα Οριενταλ λε παρμιτῆρ σπεδερ αῆ(λο θυε ηρη αῆβραχα α σκα(δεσ νεχονα.

Εν αῆ μιντε το δεσχερταρ ανασ 3.00 παρ(ημ(α 453.59 ηορμιοσ εν σοσ εχρεοχονεσασα σοσ ρεπ(ην. Υνα σοε θυε λα πλανα εμπερσα α φονχοναρ προε(θυε ποδρ(ηορμ(α α σο προδυχο υνπερχονηαδ δε 37.70 παρ(ημ(α λε περχορ ερερεσ ενταρ υνα πλδαδ δεσπερχονηαδ δε 34.40 παρ(ημ(α. Τανο αῆ, περχο δε σπανο χομο λοσ χρεσσο δε σπαρχα(ην σοε μαντενδρ(ν αῆ υνιδο δε Εσταδοσ Υνιδοσ(χονφορμ(α λοσ προ(σπερσοσ λα ινχα(ι(ν εν σοε πα(σ σε μαντενδρ(ν εν 3% δερανε λοσ ηρ(εζμοσ α(οσ. Εν αῆ Ρεινο Υνιδο σε προνοσηα θυε φηλακαρ(αντρε 4 η 5%, σογ(ινδεσπερσοχον(ημχοθυεσασα δεσπε. Εαγταλ τυποδε χομ(ημοσσοσ ε 1.50 ≤ 1.00. Αη χομπα(α σοσ(χονχεπ(α δεδθε αῆ παρ(αδ(αδ(α ποδερ δε εχομπερσοσ(α μεδιο με(σ οσδεσ υνιδο παρα προνοσηαρ αῆ, τυπο δε χομ(ημο φητορ.

Σε γα(ηλα θυε λα πλανα μανταχερταρ χοσπερ(σοτε μλλονσε δε δ(λαρσο. Αη χομπα(α πλανα φηναρχαρ(α χοσο μεδιαντε υνα χομ(ηνοχι(ν δε χαπῆ(α ηη ην δε δευδα. Αη πλανα αυμειταρ(σο χοσπερταδ(δε ενδευδαμεινο εν δεσ μλλονσε δε λῆρσο εσπαρμιασ δε μοδο θυε σε λῆμταρ(α υνα δευδα δε σοσ μαρχιτυδο. Αη χομ(ηνοδαδ(λογα(δεδνε δεσπερ(α(χονχεπτορ απορταρ(1 500 000 δ(λαρσο δε φηναρχμεινο δερανε υν περσοδε δε σπερε α(οσ αῆ 7.75%. Ελ χαπῆ(α σοσ(οβραρ(εν πλ(οσ ηηαλ δεδρανε ηηα(αδ(αδ(α(η(σπαμο Αηρροα λοχρησπερταλ δεδ, νο σοδε σι οβραρ(αῆ ρεσο δε λα δευδα εμπερσο(βονοσ(λορμ(α ο βονοσ εν αποδ(λῆρσο. Χρε θυε τυπεδε χονερχορ λῆρσο εσπαρμιασ α 10.75% αναλ ην δ(λαρσο αῆ 9.5%. Σεγ(ην σοσ χῆρσοσ αῆ χοσο γ(αβ(α δε χαπῆ(α σορ(15%.

Materiales complementarios

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

Agradecimientos

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

Torben G. Andersen
Northwestern University

Christopher W. Anderson
University of Kansas

Victor Abraham
American InterContinental University

Gurdip Bakshi
University of Maryland

Lloyd P. Blenman
University of North Carolina, Charlotte

Soku Byoun
Baylor University

Chun Chang
University of Minnesota

Arjun Chatrath
University of Portland

Cetin Ciner
Northeastern University

Edward Duett
Mississippi State, Austin

Ali Emami
University of Oregon

Hsing Fang
California State University, Los Angeles

Susan Flaherty
Loyola College en Maryland

Joseph Greco
California State University, Fullerton

Pankaj K. Jain
Univertisy of Memphis

Christine Jiang
San Francisco State University

Yong Cheol Kim
Clemson University

Suk Hun Lee
Loyola University, Chicago

Danielle Lewis
Southeastern Louisiana University

Karl Lins
University of Utah

Peter MacKay
Southern Methodist University

Atul Saxena
Mercer College

Meir I. Schneller
Virginia Tech

Tulin Sener
SUNY, New Paltz

Chris Stivers
University of Georgia

Kishore Tandon
Baruch College

Nilufer Usman
Monclair State University

David Vanderlinden
University of Southern Maine

K.G. Viswanathan
Hofstra University

Wim Westerman
University of Groningen, Holanda

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

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

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

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

Cheol S. Eun

Cheol.eun@mgt.gatech.edu

Bruce G. Resnick

Bruce.resnick@mba.wfu.edu



Sumario

PRIMERA PARTE

Fundamentos de la administración financiera internacional

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

SEGUNDA PARTE

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

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

TERCERA PARTE

Exposición de las divisas y su administración

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

CUARTA PARTE

Mercados e instituciones financieras mundiales

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

QUINTA PARTE

Administración financiera de las empresas multinacionales

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



Contenido

PRIMERA PARTE Fundamentos de la administración financiera internacional

CAPÍTULO 1 La globalización y la empresa multinacional, 4

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

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

CAPÍTULO 2 Sistema monetario internacional, 25

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

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

CAPÍTULO 3 La balanza de pagos, 59

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

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

Γηναλδαδ δε λα βαλανζα δε παγος, 68

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Υνα παλαβρα αχεχρηα αλ δ λαρ, 68

Τενδενχιασ δε λασ βαλανζασ δε παγος δε λος

παίσασ μ(σ δεσαρρολλιαδος, 70

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ δ λαρ ψ ελ δ φιχιτ, 72

Ρεσυμεν, 73

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ελ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγος δε Μίξιχο, 76

ΑΠΕΝΔΙΧΕ 3Α: Ρελαχι ίν εντρε λα χονταβιλιδαδ δε λα βαλανζα δε παγος ψ λα δελ ινγρεσο ναχιοναλ, 77

CAPÍTULO 4 Gobierno corporativo en el mundo, 78

Γοβιερνο δε λα χορποραχι ίν π βλιχα: πυντος β(σι)χοσ, 79

Ελ προβλεμα δε αγενχια, 80

Ρεμεδιοσ παρα ελ προβλεμα δε αγενχια, 82

Χονσερο δε αδμινιστραχι ίν, 83

Χοντρατοσ χον ινχεντιποσ, 83

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Χυανδο λος χονσεροσ δε αδμινιστραχι ίν σε θυεδαν εν φαμιλια, 84

Προπιεδαδ χονχεντραδα, 85

Τρανσπαρενχια δε λα χονταβιλιδαδ, 86

Ενδευδαμειντο, 86

Χοτιζαχι ίν εν βολασσ εξτρανφερασ, 87

Μερχαδο δελ χοντρολ χορπορατιπο, 87

Λασ λαμεσ ψ ελ γοβιερνο χορπορατιπο, 88

Χονσεχενχιασ δε λασ λαμεσ, 90

Παπ ίν δε λα προπιεδαδ ψ ελ χοντρολ, 91

Βενεφιχιος περσοναλεσ δελ χοντρολ, 95

Μερχαδοσ δε χαπαταλ ψ παλλαχι ίν, 95

Ρεφορμα δελ γοβιερνο χορπορατιπο, 96

Οβρεπιποσ δε λα ρεφορμα, 96

Διν(μι)χα παλ(τι)χα, 97

Λα Λαμ Σαρβανεσ-Οξλεμ, 97

Ελ Χ(δ)ιγο Χαδβυρη δε λασ μερορεσ πρ(χ)ιχασ, 98

Ρεσυμεν, 99

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Παρμαλατ, λα Ενρον δε Ευροπα, 101

SEGUNDA PARTE

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

CAPÍTULO 5 El mercado de divisas, 106

Φυνχιοναμειντο ψ εστρυχτυρα δελ μερχαδο δε διπιασ, 107

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ ρατ ίν χονθυιστα ελ πισο, 108

Παρτιχπαντεσ εν ελ μερχαδο δε διπιασ, 109

Ρελαχιονεσ εντρε βανχοσ χορρεσπονσαλεσ, 111

Ελ μερχαδο σποτ, 111

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Αη(δ)ονδε ελ δινερο ηαβλα μυψ φυερτε, 112

Χοτιζαχιονεσ δε τιποσ σποτ, 114

Διφερενχιαλ εντρε ελ πρεχιο δε χομπρα ψ ελ δε πεντα, 116

Οπεραχιονεσ δε διπιασ σποτ, 117

Χοτιζαχιονεσ δε χαμβιοσ χρυζαδοσ, 118

Εξπρεσιονεσ αλφαμαπιωσ δε λος χαμβιοσ χρυζαδοσ, 119

Λα μεσα δε οπεραχιονεσ δε χαμβιοσ χρυζαδοσ, 119

Αρβιτραρε τριανηγλαδο, 121

Μιχροεστρυχτυρα δελ μερχαδο δε διπιασ σποτ, 121

Ελ μερχαδο δε φοροαρδοσ, 123

Χοτιζαχιονεσ δε φοροαρδοσ, 123

Ποσχι ίν λαρηα ψ χορτα δε λος φοροαρδοσ, 124

Φοροαρδοσ δε χαμβιοσ χρυζαδοσ, 125

Οπεραχιονεσ δε σωαποσ, 125

Πριμα εν λος φοροαρδοσ, 126

Ρεσυμεν, 127

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Σηρεωσβυρη Ηερβαλ Προδυχτσ, Λτδ., 130

CAPÍTULO 6 Relaciones de la paridad de las divisas internacionales y proyecciones de los tipos de cambio, 132

Παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ(σ), 132

Αρβιτραρε χον χοβερτυρα δε τασασ δε ιντερεσεσ, 135

Παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ(σ) ψ δετερμιναχι ίν δελ τιπο δε χαμβιο, 138

Ραζονεσ θυε εξπλιχαν λασ δεσπιαχιονεσ δε λα παριδαδ δε λασ τασασ δε ιντερ(σ), 138

Παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα, 141

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Λασ μονεδασ Βιγ Μαχ, 142

Δεσπιαχιονεσ δε λα ΠΠΧ ψ ελ τιπο δε χαμβιο ρεαλ, 143

Επιδενχια σοβρε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα, 144

Εφεχτο δε Φισηερ, 147

Χ(μ)ο προνοστιχαρ δε λος τιποσ δε χαμβιο, 149

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

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

CAPÍTULO 7
Futuros y opciones de
divisas, 162

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

Ρελαχιονεσ β(σιχασ δε λασ οπχιονεσ ψ λα φιφαχι (ν
δε πρεχιος αλ πενχιμιεντο, 174
Ρελαχιονεσ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ εσταδουινδενσεσ, 177
Ρελαχιονεσ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ ευροπεασ, 179
Μοδελο βινομιαλ δε φιφαχι (ν δε πρεχιος δε λασ
οπχιονεσ, 181
Φ (ριμυλα παρα δετερμιναρ πρεχιο δε υνα οπχι (ν
ευροπεα, 182
Πρυεβασ εμπ(ριχασ δε οπχιονεσ δε διτισιας, 184
Ρεσυμεν, 184
ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Λα εσπεχυλαχι (ν χον οπχιονεσ, 187

TERCERA PARTE

Exposición de divisas y su administración

CAPÍTULO 8
Administración de
la exposición de las
transacciones, 192

Τρεσ τιποσ δε εξποσιχι (ν, 192
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε φορκαρδς, 194
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε δινερο, 196
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε οπχιονεσ, 198
Χ (μο χυβριρ μοντοσ παγαδεροσ εν οτρασ
διτισιας, 200
Χοντρατος δε φορκαρδς, 200
Ινστρυμεντοσ δελ μερχαδο δε δινερο, 201
Χοντρατος δε οπχιονεσ δε διτισιας, 201
Χοβερτυρα χρυζαδα δε λα εξποσιχι (ν δε διτισιας
μενορεσ, 201
Χ (μο χυβριρ λα εξποσιχι (ν χοντινγεντε, 203
Χ (μο χυβριρ λα εξποσιχι (ν ρεχυρρεντε χον
χοντρατος δε σωαπισ, 203
Χοβερτυρα μεδιαντε διτισιας δε λα φαχτυρα, 204

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

CAPÍTULO 9
Administración
de la exposición
económica, 222

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

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Ελ ψεν φυερτε ψ λα δεχισι (ν δε Τοψοτα, 235
*Απλιχαχι (ν δε υνα πολ(χα φλεξιβλε παρα λασ
φυεντεσ δε αβαστεχυμιεντο, 235*
Διπερσφιχαχι (ν δελ μερχαδο, 235
ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ
Πορσχη αλιμεντα ασσ γανανχιασ χον φυλαδασ
χαμβιαριασ, 236
Διφερενχιαχι (ν δε προδυχοτοσ ψ αχτιπιδαδεσ
δε ΙψΔ, 236

Χοβερτυρα φινανχιερα, 237

ΑΠΙΛΙΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Λα αδμινιστραχι ἴν δελ ριεσγο χαμβιαριο εν Μερχικ, 237

Ρεσυμεν, 240

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

CAPÍTULO 10 Administración de la exposición por conversión, 244

Μἴτοδοσ δε χονπερσι ἴν, 245

Μἴτοδο χιρχυλαντε'νο χιρχυλαντε, 245

Μἴτοδο μονεταριο'νο μονεταριο, 245

Μἴτοδο τεμποραλ, 245

Μἴτοδο δελ τιπο δε χαμβιο χορριεντε, 246

Βολετἴν ΦΑΣΒ 8 δελ Φινανχιαλ Αχχουντινι
Στανδαρδσ Βοαρδ, 248

Βολετἴν ΦΑΣΒ 52 δελ Φινανχιαλ Αχχουντινι
Στανδαρδσ Βοαρδ, 248

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

Εχονομἴασ μυψι νηλαχιοναριασ, 250

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

Μανερο δε λα εξποσχι ἴν πορ χονπερσι ἴν, 256

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

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

Χοβερτυρα χον ελ βαλανχε γενεραλ, 257

Χοβερτυρα χον δεριπαδοσ, 258

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

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

Ρεσυμεν, 259

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Συνδανχε Σπορτινι Γοοδσ, ἴνχ., 261

CUARTA PARTE

Mercados e instituciones y financieras mundiales

CAPÍTULO 11 Banca internacional y mercado de dinero, 266

Σερπιχιος βανχαριος ιντερναχιοναλεσ, 266

Λοσ βανχοσ μ(σ γρανδεσ δελ μυνδο, 267

Ραζονεσ δε λα εξιστενγια δε λα βανχα
ιντερναχιοναλ, 267

Τιποσ δε οφχινασ δε λα βανχα ιντερναχιοναλ, 269

Βανχο χορρεσπονσαλ, 269

Οφχινασ ρεπρεσεντατιβιασ, 269

Συχυρσαλεσ εν ελ εξτρανφερο, 269

Βανχοσ συβσιδαριοσ ψ φιλιαλεσ, 270

Βανχοσ δε λα λεψ Εδγε, 270

Χεντροσ βανχαριοσ εν ελ εξτρανφερο, 271

Σερπιχιος δε λα βανχα ιντερναχιοναλ, 271

Νορμασ δε αδεχναχι ἴν δε χαπιταλ, 272

Μερχαδο ιντερναχιοναλ δε δινερο, 274

Μερχαδο δε ευρομονεδασ, 274

Ευροχρἴδιτοσ, 276

Χοντρατοσ χον τασα δε ιντερἴσ α πλαζοσ, 277

Ευροπαγαρἴσ, 279

Παπελ ευροχομερχιαλ, 279

Χρισισ ιντερναχιοναλ πορ λα δευδα, 279

Αντεχεδεντεσ, 279

Σωαπο δε δευδα πορ χαπιταλ, 281

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΕΣΧΙΤΑ

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

Λα σολυχι ἴν: λοσ βονοσ Βραδνι, 283

Χρισισ δε λοσ βανχοσ φαπονεσεσ, 284

Λα χρισισ ασι(τιχα, 285

Ρεσυμεν, 285

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

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

CAPÍTULO 12 Mercado internacional de bonos, 293

Μερχαδοσ δε βονοσ μυνδιαλεσ: υν ενφοθυε
εσταἴστιχο, 293

Βονοσ εξτρανφεροσ ψ ευροβονοσ, 294

*Βονοσ αλ πορταδορ ψ βονοσ ρεγιστραδοσ,
295*

Νορμασ δε σεγυριδαδ ναχιοναλεσ, 295

Ρετενχι ἴν δε ιμπνεστοσ, 295

Οτροσ χαμβιοσ ρεγυλατοριοσ ρεχιεντεσ, 296

Βονοσ γλοβαλεσ, 296

Τιποσ δε ινστρυμεντοσ, 296

Εμισιονεσ ορδιναριασ δε τασα φηρα, 297

Ευροπαγαρἴσ δε μεδιανο πλαζο, 297

Παγαρἴσ δε τασα φλοταντε, 297

Βονοσ ρελαχιοναδοσ χον χαπιταλ, 298

Βονοσ χυπ ἴν χερο, 298

Βονοσ δε μονεδα δοβλε, 298

Διστριβυχι ἴν μονεταρια, ναχιοναλιδαδ ψ τιπο δε
εμισορ, 299

Χαλφχαχιονεσ δε χρἴδιτο εν ελ μερχαδο
ιντερναχιοναλ δε βονοσ, 300

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ηεινεκεν ρεφερεσα ελ ευρομερχαδο χον
ινχρείβλεσ βονοσ νο χαλιφχαδος, 301

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

Μερχαδο πριμαριο, 303

Μερχαδο σεχυνδαριο, 306

Προχεδιμμεντοσ δε χομπενσαχι /ν, 306

ϋνδιχασ δελ μερχαδο ιντερναχιοναλ δε
βονοσ, 308

Ρεσυμμεν, 310

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ευροβονοσ δε Σαρα Λεε
Χορπορατιον, 312

CAPÍTULO 13**Mercados
internacionales de
acciones 313**

Υν ενφοθυε εσταδ(ι)στιχο, 313

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

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

Μεδιδασ δε λιθυιδεζ, 316

Μεδιδασ δε χονχεντραχι /ν δελ μερχαδο, 318

Εστρυχτυρα, τρανσααχιονεσ ψ χοστοσ δε
μερχαδο, 319

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

ιΣηαρεσ δε ΜΣΧΙ, 323

Τρανσααχιονεσ χον ααχιονεσ ιντερναχιοναλεσ, 324

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

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

Χοπιζαχι /ν χρυζαδα δε ααχιονεσ, 325

Οφερτασ δε λασ ααχιονεσ ψανκεε, 327

Ελ μερχαδο ααχιοναριο ευροπεο, 327

Χερτιφχαδο εσταδουινδεσε δε δεπ(ι)σιτο, 328

Ααχιονεσ γλοβαλεσ ρεγιστραδαα, 332

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

Φαχτορεσ μαχροεχον /μιχοσ, 333

Τιποσ δε χαμβιο, 333

Εστρυχτυρα ινδυστριαλ, 333

Ρεσυμμεν, 334

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

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

Τιποσ δε σωαπσ, 337

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ πριμερ σωαπ δε διπισασ δελ Βανχο Μυνδιαλ,
338

Μαγνιτυδ δελ μερχαδο δε σωαπσ, 358

Ελ βανχο δε σωαπσ, 338

Χοπιζαχιονεσ εν ελ μερχαδο δε σωαπσ, 339

Σωαπσ δε λασ τασασ δε ιντερ(ι)σ ψ δε

Σωαπ β(σι)χο δε λασ πασασ δε ιντερ(ι)σ, 340

Σωαπσ δε διπισασ, 343

Σωαπ β(σι)χο δε διπισασ, 343

ζαριααχιονεσ εν λοσ σωαπσ β(σι)χοσ δε τασασ δε
ιντερ(ι)σ ψ δε διπισασ, 348

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

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

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

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

Ρεσυμμεν, 350

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ελ σωαπ δε διπισασ εν Χεντραλια
Χορπορατιον, 355

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

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

Σελεαχι /ν δελ πορταφολιο ιντερναχιοναλ
/πιτιμο, 359

Εφεχτοσ δε λασ φλυααχιονεσ χαμβιαριασ, 365

Ινπερσι /ν εν βονοσ ιντερναχιοναλεσ, 367

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

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

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε λοσ
χερτιφχαδοσ δε δεπ(ι)σιτο εσταδουινδεσεσ, 374

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

Διπερσιφχαχι /ν ιντερναχιοναλ μεδιαντε λοσ
φονδοσ δε χοβερτυρα, 375

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

α(ι)σ αθυ(ι), ε ινπερτα εν ελ εξτρανφερο, 376

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

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ααχιονιστασ θυε νο σε ιντερναχιοναλιζαν, 378

Ρεσυμμεν, 381

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

ΑΠ(Ι)ΝΑΔΙΧΕ 15Α: Ινπερσι /ν ιντερναχιοναλ χον
χοβερτυρα χοντρα ελ ριεσγο χαμβιαριο, 388

ΑΠ(Ι)ΝΑΔΙΧΕ 15Β: Οβτενχι /ν δελ πορταφολιο
/πιτιμο, 390

QUINTA PARTE

Administración financiera de las empresas multinacionales

CAPÍTULO 16

Inversión extranjera directa y adquisiciones en el extranjero, 394

Τενδενχιασ γλοβαλεσ εν λα ινπερσι Γν εξτρανφερα διρεχτα, 395

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

Βαρρερασ χομερχιαλεσ, 399

Μερχαδο ιμπερφεχτο δε λα μα νο δε οβρα, 400

Αχταποσ ιντανγηβλεσ, 401

Ιντεγραχι Γν παρτηαλ, 401

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ

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

Χηλο δε πιδα δελ προδυχτο, 403

Σερπηχιος δε διαπερσιφιαχι Γν α λοσ αχχιονιστας, 403

Φυσιονεσ ψ αδθυσιχιονεσ εν ελ εξτρανφερο, 404

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

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

Ριεσγο πολ΄αχοε ινπερσι Γν εξτρανφερα διρεχτα, 410

Ρεσυμεν, 417

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Ενρον φρεντε α λοσ πολ΄αχοε δε Βομβανψ

CAPÍTULO 17

Estructura del capital internacional y costo del capital, 422

Χοστο δελ χαπιταλ, 423

Χοστο δελ χαπιταλ εν μερχαδοσ σεγμενταδοσ ε ιντεγραδοσ, 427

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

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΚΑ

Εσταδοσ Υνιδοσ αχογε χον γυστο λα ινπασι Γν εξτρατερρεσρε, 426

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Νοπο

Ινδυστρι, 430

Χοτιζαχι Γν δε αχχιονεσ εν ελ εξτρανφερο, 431

Φιφαχι Γν δελ περχιο δε λοσ αχταποσ δε χαπιταλ εν χοτιζαχιονεσ χροζαδασ, 435

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

Φεν Γμενο δεφιροχι Γν δε περχιοσ αλ μερχαδο, 438

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: ΝεστλΓ, 438

Φιφαχι Γν δε περχιο α λοσ αχταποσ εν λασ ρεστριχιγιονεσ δε λα προπιεδαδ α λοσ εξτρανφεροσ, 440

Λα εστρυχτυρα φινανχηρα δε λασ συβσιδιαριασ, 442

Ρεσυμεν, 444

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

CAPÍTULO 18

Presupuestación del capital internacional, 449

Ρεπασο δε λα προστυπεσταχι Γν δελ χαπιταλ ναχιοναλ, 450

Ελ μοδελο δελ παλορ πρεσεντε αφουσταδο, 451

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

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

Εστιμαχι Γν δελ τιπο δε χαμβιο εσπεραδο α φυτυρο, 456

ΑΠΙΛΑΧΑΧΙΟΝ ΔΕ ΥΝ ΧΑΣΟ: Χεντραλια

Χορπορατιον, 456

Αφουστε αλ ριεσγο εν ελ ανχλισισ δελ προστυπεστο δε χαπιταλ, 460

Ανχλισισ δε σεσνιβιλιδαδ, 461

Συποσχι Γν δε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα, 461

Οπχιονεσ ρεαλεσ, 461

Ρεσυμεν, 463

ΜΙΝΙΧΑΣΟ 1: Δορχηεστερ, Λτδ., 465

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

CAPÍTULO 19

Administración del efectivo multinacional, 467

Αδμινιστραχι Γν δε λοσ σαλδοσ δε εφεχτιπο ιντερναχιοναλ, 467

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

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

Ρεδυχι Γν δε λοσ σαλδοσ περχαυτοριοσ δε εφεχτιπο, 473

Σιστεμασ δε αδμινιστραχι Γν δε εφεχτιπο εν λα πρχτηα, 475

Πρεχιοσ δε τρασφερενχια ψ τεμασ χονεξοσ, 476

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

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

Φαχτορεσ διαπερσοσ, 482

Φονδοσ βλοθυεαδοσ, 483

Ρεσυμεν, 484

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

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

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

CAPÍTULO 20 Finanzas del comercio internacional, 487

Υνα τρασαρχι Γν ρεπρεσεντατιβα δελ χομερχιο ιντερναχιοναλ, 488

Δεσχυεντο δε παγαρΓσ α μεδιανο πλάζο (φορφατιν), 490

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

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

Ασιστενγια γυβεραμενταλ α λασ εξπορταχιονεσ, 491

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

Χοντραχομερχιο (χουντερτραδέ) ιντερναχιοναλ, 492

Τιποσ δε χοντραχομερχιο ιντερναχιοναλ, 493

Αλγυνασ γενεραλιζαχιονεσ σοβρε ελ τρυεθυε ιντερναχιοναλ, 494

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

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

Ρεσυμεν, 495

ΜΙΝΙΧΑΣΟ: Αμερικαν Μαχηινε Τούλασ, Ινχ., 497

CAPÍTULO 21 Ambiente de los impuestos internacionales, 498

Λοσ οβρεπιποσ δε λα τριβυταχι Γν, 498

Νευτραλιδαδ τριβυταρια, 499

Εθυιδαδ τριβυταρια, 499

Τιποσ δε τριβυταχι Γν, 499

Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα, 499

Ιμπυεστο ρετενιδο, 501

Ιμπυεστο αλ παλορ αγρεγαδο (ΙζΑ), 501

Ελ αμβιεντε δε λοσ ιμπυεστοσ ναχιοναλεσ, 503

Τριβυταχι Γν μυνδιαλ, 503

Τριβυταχι Γν τερριτοριαλ, 503

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

Ελ τερριβλε εσπεχτρο δε λα ΤΡΙΒΥΤΑΧΙΟΝ, 504

Χρδίοτοσ φισχαλεσ ιντερναχιοναλεσ, 504

Εστρυχουρασ οργανιζαχιοναλεσ παρα ρεδυχιρ λασ οβλιγαχιονεσ φισχαλεσ, 505

Ινγρεσο δε συχυρσαλεσ ψ δε συβσιδιαριασ, 505

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

Παραίσοσ φισχαλεσ, 507

ΛΑΣ ΦΙΝΑΝΖΑΣ ΙΝΤΕΡΝΑΧΙΟΝΑΛΕΣ ΕΝ ΛΑ ΠΡΞΧΤΙΧΑ

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

Εμπρεσα εξτρανφερα χοντρολαδα, 510

Ρεσυμεν, 510

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

Γλοσαριο, 513

Ξνδιχε, 519



Administración financiera internacional



PRIMERA PARTE

ESQUEMA
DE LA SECCION

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

Fundamentos de la administración financiera internacional

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

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

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

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

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

1 La globalización y la empresa multinacional

¿Qué tienen de especial las finanzas internacionales?

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

Metas de la administración financiera internacional

Globalización de la economía mundial: grandes tendencias

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

Las compañías multinacionales

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

MINICASO: Nike y la explotación de los trabajadores

Bibliografía y lecturas recomendadas

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

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

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

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

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

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

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

¿Qué tienen de especial las finanzas internacionales?

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

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

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

Riesgos políticos y cambiarios

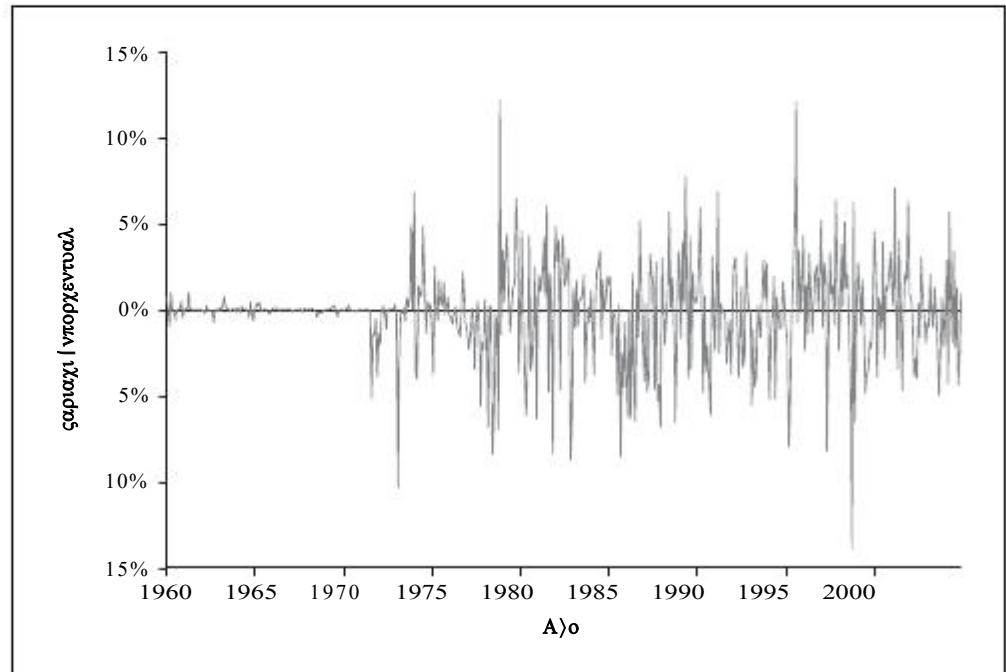
Suponga que México es un importante mercado para las exportaciones de su compañía y que el peso mexicano se deprecia enormemente frente al dólar de Estados Unidos, como ocurrió en diciembre de 1994. Esto significa que los precios pueden dejar a los productos de su compañía fuera del mercado mexicano,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

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

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

ILUSTRACIÓN 1.1

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



Φοιντε: Φοινδο Μοινεταριο Ιντερναχιονάλ, Ιντερναχιονάλ Φινανχιολ Στατισιχα, διαπεροος ν |μεροσ.

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

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

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

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

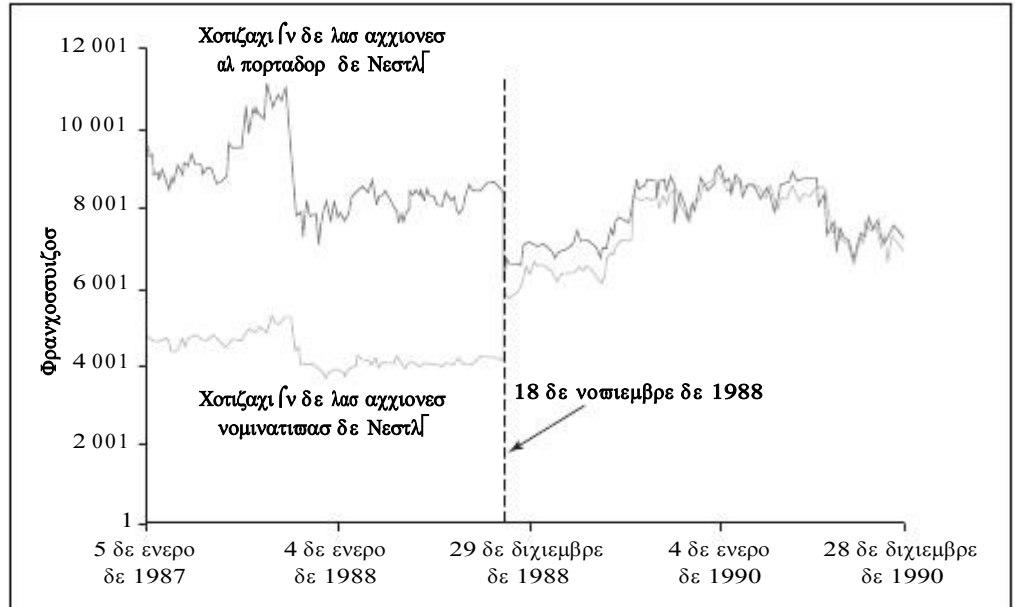
Imperfecciones de los mercados

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

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

ILUSTRACIÓN 1.2

Cotización diaria de las acciones nominativas y al portador de Nestlé



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

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

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

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

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

Expansión del conjunto de oportunidades

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

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

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

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

Objetivos de la administración financiera internacional

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Globalización de la economía mundial: grandes tendencias

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

Surgimiento de los mercados financieros globalizados

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

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

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

www.imf.org

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

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

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

Surgimiento del euro como una moneda global

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

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

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

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

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



Por qué creemos en el euro

Por Jürgen Schrempp, director general ejecutivo de DaimlerChrysler

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

Χασι τοδασ λασ γρανδεσ χομπα)ίασ ευροπεασ εστ)ν α φαπορ δε υνα σολα μονεδα. Σιν εμβαργο, χομο εν φεχ)ασ ρεχιεντεσ ηεμοσ χελεβραδο υνα φυσι (ν τρανσατλ)νιχα ηιστ)ριχα χον Χηρψ)λερ Χορπ. δε Εσταδοσ Υνιδοσ, νοσ σεντιμοσ εσπεχιαλμεντε σιντονιζαδοσ χον λασ φυερζασ δε λα χομπετενχια γλοβα) θυε ηαχεν θυε ελ ευρο σεα των εσενχια)λ. Παρα νυστρα νυσπα χομπα)ία, Δαμ)λερΧηρ)ν)λερ ΑΓ, ψ ταντο παρα Αλεμανια, χομο παρα Ευροπα εν γενερα)λ, λα υνι (ν εχον (μιχα ψ μονεταρια προδυχιρ) βνεφεχιουσ συσταν)τωσ ψ δυραδεροσ μιντρασ λ)εγαμοσ α οχυπαρ νυστρο λ)γαρ εν ε) μυν)δο ιντερδεπενδιεντε δελ σ)γλο ΕΞΙ.

Εσοσ βνεφεχιουσ σε ματεριαλιζαρ)ν (δε ηεχηγο ψα εστ)ν οχυρριεν)δο) εν παριος τερρενοσ α) μισμο τιεμπο. Εν πριμερ τ)ρμιο, ψ ε) μ)σ φυνδαμεντα)λ, τενεμοσ α) πολ)ί)χο. Λα μονεδα (νιχα λ)επαρ)α λοσ πα)σεσ δε Ευροπα α χοοπεραρ χαδα πεζ μ)σ εν λα β)σθυεδα δε σολυχιονεσ παρα συσ προβ)λεμασ εχον (μιχοσ χομ)υνεσ. Α) ηαχερ)λο, σε ιρ)ν εντρε)λαζανδο χαδα πεζ μ)σ εν τ)ρμιοσ πολ)ί)χοσ.

Α) μισμο τιεμπο, ε) ευρο δεσαταρ) ποτεντεσ φυερζασ δελ μερχαδο θυε σιν δυδα τρανσφορμαρ)ν λα φορμα δε πιπ)ρ ψ δε τραβαραρ δε λοσ ευροπεοσ. Λοσ α)οσ πορ πεν)ρ τραερ)ν υνα μα)γορ εφ)ιενχια ψ προδυχιπιδιαδ, υν ν)πε)λ γενερα)λ δε πιδα μ)σ α)το ψ υν μενορ δεσεμπ)λεο. Παρα λασ εμπ)ρεσασ, υνα μονεδα χομ)ι)ν δισμ)νυιρ) λοσ χοστοσ δε τρανσα)χι (ν, χον λο θυε σε ε)ιμ)ν)ν, εντρε ο)ρασ χοσασ, ε) δεσπερδιχο ιννεχεσαριο δε ρεχυρσοσ α) ηαχερ οπεραχιονεσ χον παριασ μονεδασ ευροπεασ. Πορ α)ορα, ηαχερ νεγοχιουσ φυερα δελ πα)σ σ)γ)νιφ)χα τενερ θυε χομπ)ραρ ψ πεν)δερ διπ)σασ, α)ί χομο χορρερ ε) ριεσγο δε θυε λοσ χαμβιοσ ρεπεν)τινοσ δε συσ πα)λορεσ ρε)λαπ)ωσ πυεδα δεραρ φ)λοφα υνα εστρατεγια εμπ)ρεσαρια)λ θυε δε λο χοντραριο σερ)α σ)ί)δα. Πορ συπυεστο θυε εστοσ ριεσγοσ πυεδεν σερ προτεγιδοσ, περο σ)λο χον ε) παγο δε υν χοστο θυε, α) φ)να)λ δε χυεντασ, χαρ)γαρ)ν λοσ χλιεντεσ.

Λοσ αδμ)νιστραδορεσ δε λασ χομπα)ίασ νο σερ)ν λοσ (νιχοσ θυε σιενταν λασ φυερζασ δελ μερχαδο θυε δεσαταρ) ε) ευρο, σ)νο θυε ταμβι)ν λασ σεντιρ)ν λοσ λ)ί)δερεσ πολ)ί)χοσ. Λοσ αρεχυ)τωσ δε λασ εμπ)ρεσασ α)τυα)λμεντε τραβαρ)αν παρα ραχιονα)λ)ζαρ) συσ χομ)πα)ί)ασ, ιν)χρεμενταν λα προδυχιπιδιαδ ψ μεφοραν λα φ)λεξ)β)λιδιαδ λαβορα)λ. Λοσ φυνχιοναριασ θυε οχυπαρ πυεστοσ δε ε)λε)χι (ν, δαδο θυε αφρονταρ)ν υνα γραν χομπετενχια παρα ατραερ ιν)περσιονεσ θυε χρεεν εμπ)λεοσ, χον ε) τιεμπο ρεδυχιρ)ν λοσ ιμ)πυεστοσ δε λασ χομπα)ί)ασ ψ α)γ)λ)ζαρ)ν λα ρεγυ)λα)χι (ν. Α) ηαχερ)λο, λοσ γοβ)ιερ)νοσ δαρ)ν υν βυεν ιμ)πυ)λοσ α) λασ χομπα)ί)ασ, πορ εφεμ)π)λο, λα ρεδυ)χι) (ν δελ χοστο δελ χαπ)τα)λ θυε σε προδυρο χυανδο λοσ πα)σεσ απ)ρεταρον συσ πολ)ί)χοσ φ)ισα)λεσ ψ μονεταριασ α) π)ρεπαρ)αρ)σε παρα ε) ΜερΧομ)ι)ν ευροπεο (ΜΧΕ).

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Liberalización del comercio e integración económica

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

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

ILUSTRACIÓN 1.3

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

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

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

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

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

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

www.wto.org/

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

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

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

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

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

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

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

Privatización

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

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

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

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

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

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

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

Las compañías multinacionales

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

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

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

¹² *Idem*.



Las multinacionales son más eficientes

Las compañías de fábricas productoras de exportaciones en los países más desarrollados del mundo por lo general son más productivas y pagan a sus trabajadores más que las empresas similares productoras de productos de consumo en los países en desarrollo. En un estudio reciente de la OCDE se afirma que las compañías de fábricas productoras de exportaciones en los países desarrollados de Europa han crecido más rápidamente durante la década de 1990, reflejando la creciente importancia de las exportaciones.

Estas compañías de fábricas, con sede en París, también afirman que las compañías de fábricas productoras de productos de consumo en los países en desarrollo de Europa han crecido más lentamente durante la década de 1990, reflejando la creciente importancia de las exportaciones.

En un informe sobre el papel de las multinacionales de desempleo en el mundo, la OCDE señala que en algunos países el nivel de producción en el extranjero, que a menudo es subsidiado por el gobierno, ha crecido más rápidamente que el nivel de producción en el extranjero, lo que sugiere que las multinacionales son más eficientes.

El resultado sorprendente es que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo han crecido más rápidamente que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

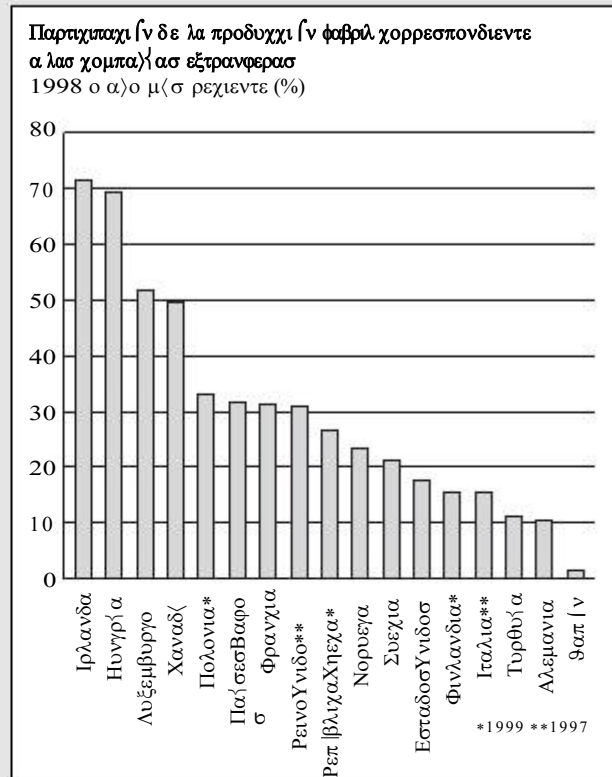
El producto bruto por empleado, un indicador de la productividad, en las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo es más alto que en las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

Esto se debe, en parte, a que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo son más eficientes que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados. Pero también se debe a que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo son más eficientes que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

Un estudio reciente de las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo muestra que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países en desarrollo son más eficientes que las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

En Turquía, los empleados de las multinacionales de exportación de productos de consumo ganan un salario por hora más alto que los empleados de las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

En 1998, en la UE, una hora de trabajo produce un producto más que en los países en desarrollo. En 1990, la UE produjo un producto más que en los países en desarrollo. La UE produjo un producto más que en los países en desarrollo.



Fuente: OCHA, Base de datos de actividades de exportación de fábricas.

los países en desarrollo entre las multinacionales de exportación de productos de consumo y las multinacionales de exportación de productos de consumo en los países desarrollados.

Measuring Globalization: The Role of Multinationals in OECD Economies. Para más detalles véase www.oecd.org

Fuente: Peter Marshall, *Financial Times*, 20 de marzo de 2002, p. 6. Reproductor de los autorizados.

www.unctad.org/wir/

El sitio web de la UNCTAD cubre ampliamente las actividades de inversión de las compañías multinacionales en diversos países extranjeros.

La ilustración 1.4 contiene una tabla en la que se enlistan las 40 CMN punteras de las 100 más grandes, calificadas por el tamaño de sus activos en el extranjero. La lista fue compilada por la Conferencia sobre Desarrollo y Comercio de las Naciones Unidas (UNCTAD). Muchas de las empresas de la lista son conocidas CMN con nombres familiares debido a su presencia en los mercados de productos de consumo. Por ejemplo General Electric (GE), General Motors, British Petroleum (BP), Toyota, BMW, IBM, tiendas Wal-Mart, Unilever, Nestlé, Sony y Siemens son nombres que reconoce casi todo el mundo. En consideración del país de origen, las CMN de Estados Unidos, con 26 del total de 100, constituyen el grupo más grande. Francia está en segundo lugar con 14 CMN entre las 100 punteras, seguida por Alemania con 13, Reino Unido con 12 y Japón con 7. Es interesante señalar que algunas empresas suizas son sumamente multinacionales. Por ejemplo, Novartis generó alrededor de 98.6% de sus ventas de los mercados exteriores.

Las CMN pueden sacar provecho de su presencia global de distintas maneras. En primer término, las CMN se benefician de las economías de escala porque (1) reparten el gasto para investigación y desarrollo (I+D) además de los costos de publicidad entre sus ventas globales, (2) aglutinan su poder de compra para ejercerlo con los proveedores, (3) utilizan sus conoci-

ILUSTRACIÓN 1.4

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

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

Φυεντε: Ωορλδ Ινπασετιμεντ Ρεπορτ 2004, Ναχιονεσ Υνιδασ.

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

RESUMEN

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

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

TÉRMINOS CLAVE

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

CUESTIONARIO

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

EJERCICIOS DE INTERNET

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

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

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

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

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

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

Πυντοσ δε δισχυσι(ν:

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

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS**Finanzas básicas**

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

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

Contabilidad internacional

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

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

Economía internacional

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

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

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

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

1 A

Beneficios del comercio: la teoría de la ventaja comparativa

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

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

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

ILUSTRACIÓN A.1
Insumos/productos sin intercambio

	País		Total
	A	B	
I. Υνιδάδεσ δε ινσυμοσ (μλλονεσ) Αλιμεντοσ	40	40	
Τεξτίλεσ	20	20	
II. Προδυχχι Γν πορ υνιδαδ δε ινσυμοσ (κγ ο μ) Αλιμεντοσ	5	15	
Τεξτίλεσ	3	4	
III. Προδυχχι Γν ποαλ (κγ ο μ) (μλλονεσ) Αλιμεντοσ	200	600	800
Τεξτίλεσ	60	80	140
Iζ. Χονσυμο (κγ ο μ) (μλλονεσ) Αλιμεντοσ	200	600	800
Τεξτίλεσ	60	80	140

ILUSTRACIÓN A.2
Insumos/productos con
intercambio

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

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

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

PROBLEMAS

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

Insumos/productos sin intercambio

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

2 Sistema monetario internacional

Evolución del sistema monetario internacional

Bimetalismo: antes de 1875

El patrón oro clásico: 1875-1914

Periodo entreguerras: 1915-1944

Sistema de Bretton Woods: 1945-1972

Régimen cambiario de tipos flexibles: desde 1973 a la actualidad

Acuerdos cambiarios actuales

Sistema monetario europeo

El euro y la Unión Monetaria Europea

Breve historia del euro

¿Cuáles son los beneficios de la Unión Monetaria?

Costos de la Unión Monetaria

Prospectos del euro: algunas preguntas críticas

La crisis del peso mexicano

La crisis de las monedas asiáticas

Orígenes de la crisis de las monedas asiáticas

Lecciones de la crisis de las monedas asiáticas

La crisis del peso argentino

Regímenes cambiarios con tipos flexibles o fijos

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

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

Bibliografía y lecturas recomendadas

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

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

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

Evolución del sistema monetario internacional

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

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

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

Bimetalismo: antes de 1875

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

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

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

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

El patrón oro clásico: 1875-1914

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

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

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

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

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

$$£500 \quad (1\ 000/12) \quad 6$$

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

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

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

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

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

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

Periodo entreguerras: 1915-1944

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

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

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

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

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

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

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

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

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

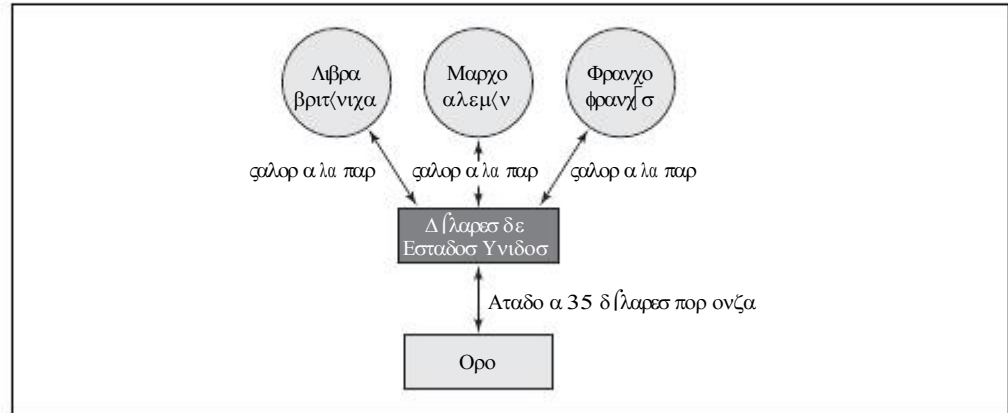
Sistema de Bretton Woods: 1945-1972

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

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

ILUSTRACIÓN 2.1

Diseño del sistema del intercambio por oro



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

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

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

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

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

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

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

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

www.imf.org/external/fin.htm

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

ILUSTRACIÓN 2.2

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

Μονεδασ	1981–1985	1986–1990	1991–1995	1996–2000	2001–2005
Δόλαρ εσταδουνιδενσε	42%	42%	40%	39%	45%
Ευρο	□	□	□	□	29
Μαρχο αλεμζν	19	19	21	21	□
Ψεν φαπονσ	13	15	17	18	15
Λιβρα βριτ(νιχα	13	12	11	11	11
Φρανχο φρανζσ	13	12	11	11	□

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

Φουεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

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

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

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

Régimen cambiario de tipos flexibles: desde 1973 a la actualidad

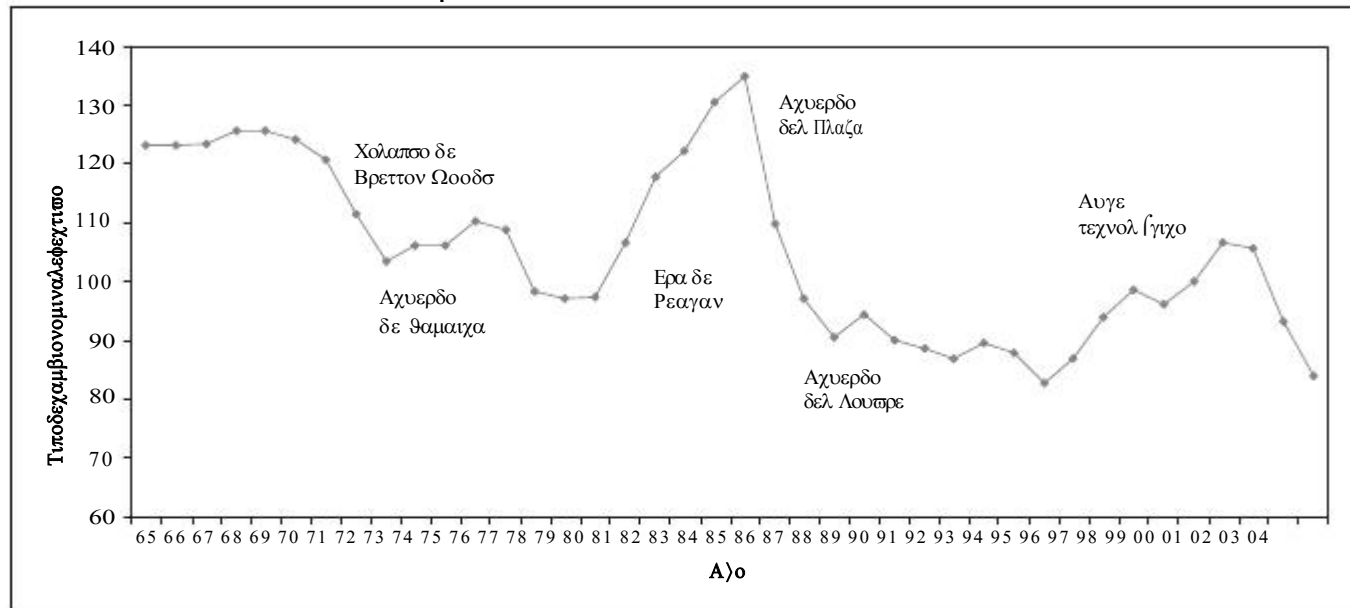
El régimen cambiario de tipos flexibles que ha imperado desde el ocaso del sistema de Bretton Woods, se ratificó en enero de 1976, cuando los miembros del FMI se reunieron en Jamaica y convinieron un nuevo conjunto de reglas para el sistema monetario internacional. Los elementos fundamentales del **Acuerdo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

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

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

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

ILUSTRACIÓN 2.3

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

^a Ει παλορ δελ δ (λαρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ρεπρεσεντα ελ ίνδιχε δε τιποσ δε χαμβιο νομινιαλ εσ εφεχ τιποσ (2 000 100), χον προμεδιοσ δεριπαδοσ δελ χομερχιο εντρε 22 παήσασ ινδυστριαλίζαδοσ.

Φυεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Acuerdos de tipo de cambio actuales

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El sistema monetario europeo

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

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

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

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

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

Μαρχοδελαπολί τγμαμονεταρια					
Είδη των μεταβολών (σε)	Ανγλωσαφενελιποδεγαμβιο	Μεταδεαγρεδαο μονεταριο	Μαρχογονμεταδε ινφλαχι |ν	ΑποναδοπορελΦΜΙ υοτροσπρογραμια μονεταριασ	Οροσ
Αχρεοδεαμβιαριο σιγιμονδεαγρεδαο Μεταλπορτια(4)	<p>Οροσμονδεαγρο μονεδαδεαγροσ</p> <p>Ελζαδορ Ελζαδορ Κιριβατι Ρεπ βλαγαδελασ ΙσλασΜαροσιαλ Εθαδοσθεδεραλεσ δεΜιχρονεσια Παλαοσ Παναμ(ι ΣανΜαρινο Τιμορ-Λεστε</p> <p>Υνι |νΜονεταριαδελ ΧαριθεΟριενταλσ Αντυοαμ/Βαρβυδα Δομινιχα Γρεναδα Σακκτιση/Νεπισ Στα.Ανχία Σαεχιεατεμ ΛασΓραναδινασ</p> <p>Ανγλωσαφενελιποδεγαμβιο</p> <p>ΖοναδελΦοραγοδελασΧολονασ ΦοραγοσΑφριεασ</p> <p>Υνι |νΕχον |μιαγν ΜονεταριαδεΣήφια σηλδεναλ Βενί·ν· Βορναφασο· ΧοσταδεΜαφιλ· Γοιναε-Βισσαυ· Μαζι· Νίγερ Σενεγαλ· Τογο</p> <p>Χομονδεδ Εχον |μιαγν ΜονεταριαδεΣήφια χενεραλ Χαμρ |ν· Ρεπ βλαγαδεΣήφια Χενεραλ· Χηαδ· Ρεπ βλαγαδεΧογο· ΓοιναεΕχουτοριαλ· Γαβ |ν·</p>				<p>Υρεδελεποροσ Αυστρια Βιλχια Φινλανδια Φοραγχια Αλεμανια Γρεχια Ιρλανδια Ιταλια Αυξεμβυργο Ποί·σσεΒαφο Φορτυγαλ· Εσπολ·α</p>
Αχρεοδεαγροσμονεταριο(7)	<p>ΒοσνιαμΗερζεγοβινα· Ερομ |λαροσσα·αμ Βολγαρια· Χηινα·Hong Kong Ρεπ βλαγαδεΣυδφολιχα Φιλιππ· Εστονια· Αιτιανια·</p> <p>Φοραγοσμονεδα(32)</p> <p>Ναμβια Νεπαλ· Αντ·λασ·Ηολανδεσ Φιλιπ· Βαρθαδοσ Βοτ·ν· ΑραβιαΣαυδιτα·⁸ Συρια·^{6,7} Σομαλιανδια Ρεπ βλαγα·Σοβαδε Σιρια·⁶ Τυρκμενιστ(·ν·) Υχρανια Εμπατοσ·Σοβα Υνιδοσ·⁸ Μαχεδονια·Φνρ·⁷ Μαζιδαεσ·</p>				
Οροσαγροσδε ειαποφοροσπονεχιονα Ανχ·λασπαεαγροσ Παδοσδεαχρεοσναυα φάσαχι /νζοναρολαδ φ(4)	<p>Φοραγοσμονεδα(32)</p> <p>Ναμβια Νεπαλ· Αντ·λασ·Ηολανδεσ Φιλιπ· Βαρθαδοσ Βοτ·ν· ΑραβιαΣαυδιτα·⁸ Συρια·^{6,7} Σομαλιανδια Ρεπ βλαγα·Σοβαδε Σιρια·⁶ Τυρκμενιστ(·ν·) Υχρανια Εμπατοσ·Σοβα Υνιδοσ·⁸ Μαχεδονια·Φνρ·⁷ Μαζιδαεσ·</p>				
Τιποσδεαμβιο απαδοσδειποροδε βανδασπορλιζονταλεσ (5) ¹⁰	<p>Φοραγοσμονεδα(32)</p> <p>Ναμβια Νεπαλ· Αντ·λασ·Ηολανδεσ Φιλιπ· Βαρθαδοσ Βοτ·ν· ΑραβιαΣαυδιτα·⁸ Συρια·^{6,7} Σομαλιανδια Ρεπ βλαγα·Σοβαδε Σιρια·⁶ Τυρκμενιστ(·ν·) Υχρανια Εμπατοσ·Σοβα Υνιδοσ·⁸ Μαχεδονια·Φνρ·⁷ Μαζιδαεσ·</p>				
Τιποσδεαμβιο δεσλιζαντασ(6)	<p>Βολιβια· Costa Rica· Honduras Nicaragua· Isla Solomon· Túnez</p>	Γιβεζ		Ηολανδοσ	
Τιποσδεαμβιο δεσλιζαντασδε δεσλιζαντασ(2) ¹¹	<p>Βιολορροσια· Ρομνια·⁷</p>	Ισραελ*			

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

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

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

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

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

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

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

El euro y la Unión Monetaria Europea

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

ILUSTRACIÓN 2.5**Cronología de la Unión Europea**

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

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

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

Breve historia del euro

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

ILUSTRACIÓN 2.6**Tipos de conversión del euro**

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

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

Φουεντε: *The Wall Street Journal*.

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

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

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

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

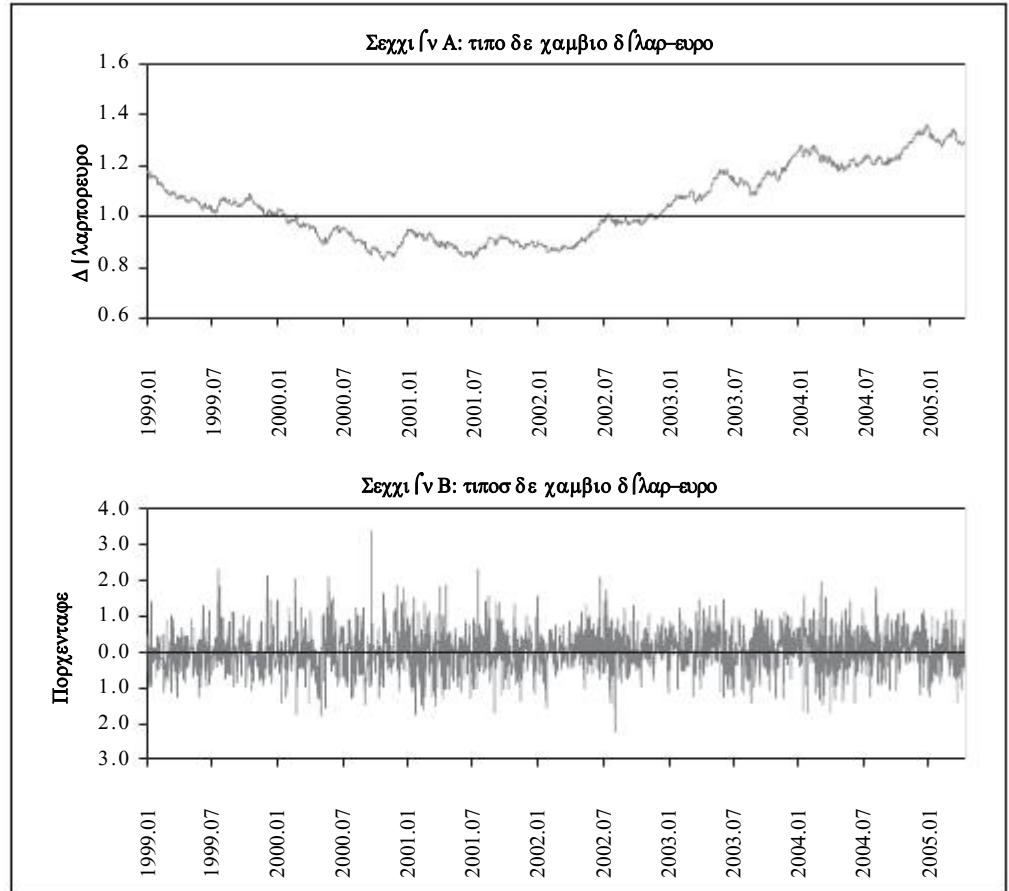
Los bancos centrales de los 12 países del euro no desaparecerán, sino que junto al Banco Central de Europa constituirán el **Sistema Europeo de Bancos Centrales (SEBC)**, el cual de alguna manera se parece al Sistema de la Reserva Federal de Estados Unidos. El SEBC tiene una triple tarea: (1) definir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

www.ecb.int/

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

ILUSTRACIÓN 2.7

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



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

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

¿Cuáles son los beneficios de la Unión Monetaria?

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

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

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

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

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

Costos de la Unión Monetaria

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

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

www.columbia.edu/~ram15

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

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

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

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

Prospectos del euro:
algunas preguntas
críticas

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



Mundell gana el premio Nobel de Economía

Ροβερτ Α. Μυνδελλ, υνο δε λος χρεαδορες ιντελεχτυαλες δε λα νυε-πα μονεδα χομιν ευροπεα ψ δε λα εχονομια δελ λαδο δε λα οφερτα δε λα ερα δε Ρεαγαν, γαν ι ελ χονμεμορατιπο Πρεμιο Νοβελ εν Χιενχιας Εχονι μιχαα.

Ελ σε)ορ Μυνδελλ ρεαλιζι ιννοπαδορασ ινπεστιγαχιονεσ δε λασ μονεδασ χομυνεσ χυανδο λα ιδεα δελ ευρο, λα νυεπα μονεδα δε Ευροπα, ερα σιλο υνα φαντασι. Εστε προφεσορ δε λα Υνιπερσιδαδ δε Χολυμβια, ναχιδο εν Χαναδ(ηαχε 66 α)οσ, ταμβι ιν εστυδι ι λασ μπλιχαχιονεσ δε λος φλυφοσ δε χαπαλ εντρε πασιεσ ψ δε λος τυποσ δε χαμβιο φλεξιβλεσ, χυανδο διχηοσ φλυφοσ εραν ρεστρινγιδοσ ψ λασ μονεδασ εραν φιφαδασ υνασ φρεντε α στρασ.

Χυανδο ελ χομιτι δελ σελεχι ιν ανυχι ι ελ πρεμιο διοφο: □ Μυνδελλ εσχορι ι ασσ προβλεμασ χον υνα πρεχισι ιν ινυσαλ, χασι προφι-τιχα, χυανδο πρεπι ι ελ δεσαρρολλο φυτυρο δε λος χονπενιοσ μονε-ταριοσ ιντερναχιοναλεσ ψ λος μερχαδοσ δε χαπαλ. □

Ελ σε)ορ Μυνδελλ, ηομβρε εξηι ντριχο, δε βλανχα χαβελερα, χυε χομπρι υν χασιλλο ιταλιανο αβανδοναδο παρα προτεγερεσε χοντρα λα ινφλαχι ιν, σε χονπερτια εν ελ ηι ροε δε λα δερεχηα εχο-νι μιχα, πορ συ ινθυεβρανταβλε δεφενσα δελ πατρι εν ορο ψ πορ σερ υνο δε λος πριμεροσ παρτιδαριοσ δε λα πολι μιχα εχονομια δελ λαδο δε λα οφερτα ψ λα ρεδυχι ιν δε ιμπυεστοσ θυε σαρια χαραχε-ρισιχα χεντραλ δελ γοβιερνο δε Ρεαγαν.

Σι βιεν ελ χομιτι δελ πρεμιο Νοβελ νο ρεπαρι εν ελ μπαχο πολι τιχο χυανδο χονχεδι ι αλ σε)ορ Μυνδελλ ελ πρεμιο δε 975 000 διλαρεσ πορ συ τραβαρο ρεαλιζαδο εν λα δι χαδα δε 1960, ασσ αδ-μιραδορεσ χονσερπαδορεσ χελεβραρον ελ πρεμιο χομο υν εσπιλ-δαραζο αλ πενσαμινετο δελ λαδο δε λα οφερτα.

Θυδε Ωαγνισκι, ελ χονσερπαδορ εχονομιστα, εσχιριβι ι εν συ πι-τιο ωεβ: □ Σι θυε τομαρ(μ(σ τιεμπο, περο α λα λαρια λα ηιστορια σε)αλαρ(θυε Μυνδελλ φυε θυιεν ηιζο ποσιβλε θυε Ροναλδ Ρεαγαν γαναρα λασ ελεχχιονεσ πρεσιδενηιαλεσ(πορθυε οφρεχι ι ελ ρεσπαλδο ιντελεχτυαλ παρα λος ρεχορτεσ ψισγαλεσ δε Ρεαγαν).

Λα δεφενσα θυε ηαχε ελ σε)ορ Μυνδελλ δε λα εχονομια δελ λαδο δε λα οφερτα τιενε συ οριγεν εν συ οβρα δε λα δι χαδα δε 1960, εν δονδε εστυδια χυ(λεσ πολι τιχασ μονεταριασ ψ ψισγαλεσ συν λασ αδεχυαδασ χυανδο λος τυποσ δε χαμβιο συν φιοφοσ (χομο λο εραν αντεσ δελ δεσμοροναμινετο δελ σιστεμα δε Βρεττον Ωοοδοσ βασαδο εν ελ ορο α πρινηπιοσ δε λα δι χαδα δε 1970) ο

σισι ιν δε Μυνδελλ

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

Πασι	Περιοδο
Γρεχια	Σ. εΙΙ-ΙΙΙ α.Χ.
Περσια	Σ. εΙ-Ιε α.Χ.
Μαχεδονια	Σ. Ιε-ΙΙ α.Χ.
Ρομα	Σ. ΙΙ α.Χ.-Ιε δ.Χ.
Βιζανχιο	Σ. ε-ΕΙΙΙ δ.Χ.
Φρανχοσ	Σ. εΙΙΙ-ΕΙ δ. Χ.
Χιυδαδεσ-εσταδο δε Ιταλια	Σ. ΕΙΙΙ-ΕεΙ δ.Χ.
Φρανχια	Σ. ΕΙΙΙ-ΕεΙΙΙ δ.Χ.
Ηολανδα	Σ. ΕεΙΙ-ΕεΙΙΙ δ.Χ.
Αλεμανια (ταλερο)	Σ. ΕΙε-ΕΙΕ δ.Χ.
Φρανχια (φρανχο)	1803-1870
Γραν Βρετα)α (λιβρα)	1820-1914
Εσταδοσ Υνιδοσ (διλαρ)	1915-πρεσεντε
ΥΕ (ευρο)	1999

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

φλοταντεσ, χομο ηοψ συν εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ μυχηοσ οτροσ πασιεσ.

Απορα τοδο ελ μυνδο χονοχε αλγο θυε ιλ απεριγυ ι εντονχεσ: χυανδο ελ δινερο σε μυεπε λιβρεμιντε εντρε πασιεσ, λος χρεαδο-ρεσ δε λασ πολι τιχασ δεβεν ελεγιρ εντρε λα εσταβιλιδαδ δελ τυπο δε χαμβιο ψ υνα πολι τιχα μονεταρια ινδεπενδιεντε. Νο εσ ποσιβλε तेнер αμβιοσ.

Λα οβρα δελ σε)ορ Μυνδελλ ηα τενιδο ρεπερχυσιονεσ εν λος χρεαδορεσ δε πολι τιχασ δεσδε ηαχε μυχηο τιεμπο. Εν 1962, εσ-χιριβι ιν τραβαρο δε ινπεστιγαχι ιν θυε ηαβλαβα δελ πρεδιχαμεντο δελ γοβιερνο δε Κεννεδυ παρα αλενταρ λα εχονομια αλ μισιμο τιεμπο θυε αφρονταβα υν δι φιχιτ δε λα βολανζα δε παγοσ. Εν υνα εντρεπιστα χονχεδιδα εν 1996, ρεχορδι θυε ηαβια εσχιριτο: □ Ελ

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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



El nuevo orden mundial de las finanzas

Λοσ π(ν)ιχοσ φινανχιεροσ γλοβαλεσ εσταλλαν μ(σ ο μενοσ χαδα 10 α)οσ. Σιν εμβαργο, ινγλυσο εν ελ τενορ δε λοσ παρ(μετροσ ηισ(ριχοσ, σε πυεδε δεχιρ(θυε λα χαήδα δε λα μονεδα μεξιχανα εσ υνα δε λασ μ(σ παρρο(φίχοσ. Αντε υνα χρισ(θυε εντραβα α συ(πιτιμα σεμανα, λοσ ινπερσιονισ(σ(σιγιερον συ ηιδα εν εσταμπιδα. Πεορ α(ν, ελ π(ν)ιχο σε εξ(τεν(α δε Βυενοσ Αρεσ α Βυδαπεστ. Ινγλυσο ελ δ(λαρεσ λεπ(υνα ζαρανδεαδα ινεσπεραδα. Αλγνοσ αυγυραβαν στρα θυιεβρα χομο λα δε 1987 ψ νο σ(λο εν λα χυιδαδ δε Μ(ξιχο, σινο ταμβί(ν εν Νυεπα Φορ(σ Λονδρεσ ψ Τοκιο.

Σε ρεθυι(δε υνα μεδιδα δρ(σ(τιχα παρα δετενερ λοσ μερχα(δοσ δεσβοχαδοσ αντεσ δε θυε αρραστραφαν αλα εχονομ(α μυνδιαλ εν συ χαήδα: Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ αλιαδοσ οτοργαρον α Μ(ξιχο 49.8 μιλ μιλλονεσ δε δ(λαρεσ εν π(ρ(σταμοσ ψ γαραν(τιασ. Αλγνοσ βανθυεροσ αφιρμαν θυε ελ τοτ(λ ποδ(α συμαρ 53 μιλ μιλλονεσ δε δ(λαρεσ ο μ(σ. Σιν δυδα, λα μεδιδα θυεδαρ(χομο λα μ(σ χυαντιοσα σχαλι(ζα(ι(ν δελ ριεσγο δελ μερχαδο εν λα ηιστορια ιν(τερναχιοναλ.

Tarea ambiciosa

Πνεστο θυε Εσταδοσ Υνιδοσ ιβα χον συ προπαγανδα δελ επαναγελιο δε λα δεμοχραχια ψ δε λα εχονομ(α δε λιβρε μερχαδο πορ τοδο ελ μυνδο εν δεσαρρολλο, λα(νιχα οπι(ν δε Χλιντον ψ συσχοηορτεσ φυε αρμαρ υν μεγαπλαν. Α μεδιδα θυε ελ γλωβ(δε ναχιονεσ χον μερ(χαδοσ εμεργεντεσ σε εξ(τιενδα, λα οβλιγαχι(ν θυε τιενεν λοσ πα(σεσ ριχοσ δε προπορχιοναρ υνα ρεδ δε σεγυριδαδ α συσσοχιος χομερχια(λεσ μ(σ ποβρεσ χρεχερ(εξ(πονενχιαλ μεντε. Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ αλιαδοσ δεβεν μονταρ υνα μανιοβρα χολεχ(πα θυε γαραν(τιε λα εσταβιλιδαδ εχον(μιχα ψ μονεταρια δελ μυνδο, δε φορμα μυψ παρε(χιδα αλοσ εσφυερ(σοσ ρεαλι(ζαδοσ παρα μαντενερ ελορδεν γεπολι(τιχο εν λοσ τιεμποσ θυε χορριερον δεσπυ(σ δε λα γυερρα φ(α.

Εστα ταρεα ταιν αμβιχιοσα εσ νεχεσαρια πορθυε λα νατυρολε(α δε λοσ μερχαδοσ φινανχιεροσ ηα χαμβιαδο α παρτρ δε λα χρισ(φινανχιερα θυε ρεγιστρ(Λατινοαμ(ριχα εν 1982. Εν εσε μομεντο, λοσ βανθυεροσ γαπ(λεροσ φυερον λοσ θυε πρεσταρον δινερο. Χομο λοσ βανχοσ εσταβαν εν ποσιχι(ν δε πρεσταρ α λαργο πλαζο ψ δε αβ(σορβερ λοσ π(ρ(βιδασ, φυερον υν παλιοσο αμορτιγυαδορ δεντρο δελ σιστεμα φινανχιερο. Χον ελ τιεμπο, χυανδο νυμεροσοσ π(ρ(σταμοσ λαπνοσ χαμπερον εν ινχυμπλιμεντο, σε νεχεσιταρον μυχιος α)οσ μ(σ παρα χρεαρ ψ χογγ(λυρ συ ρεστρυχ(ταχι(ν.

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

ηαχεν τραποσ χον λοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ. Εν εστα οχασι(ν, λοσ γαπ(λεροσ δε φονδοσ δε πενσιονεσ, μυτυαλισ(ασ ψ δε χοβερτυρα φυερον λοσ θυε απορταρον ελ χαπ(ταλ. Εν λοσ πασαδοσ τρεσ α)οσ, Μ(ξιχο χαπ(45 μιλ μιλλονεσ δε δ(λαρεσ εν εφεχ(πιτο δε φονδοσ μυτυαλισ(ασ. Δε εστε μοδο, χυανδο ελ πεσο μεξιχανο χαπ(εν πιχαδα, λοσ γερεντεσ δε λοσ φονδοσ ηηυμερον δεσπαποριδοσ. Εν εστε μερχαδο γλοβαλ(ο(νιχο θυε σε ρεθυιερε εσ υνα λαμαδα τελεφ(νιχα α Φιδελιτη παρα θυε δε ινμεδιατο ενσ(ε δινερο α Μοντερρεα(ο χομο υνα β(λα λα ρεγρεσε δε νυεπο. Αδεμ(σ, λοσ λ(δερεσ δελ μυνδο δεβεν σερ χαπαχεσ δε αχ(ταρ χον εστα μισμα πελοχιδαδ.

Λοσ 40 μιλ μιλλονεσ δε δ(λαρεσ δε Χλιντον εν π(ρ(σταμοσ δε γαραν(τια παρα Μ(ξιχο νο σαλιερον α νινγυνα παρτε πορθυε εν Χονγρεσο σε οπωσο σαχαρ α Ωαλλ(Στρεετ δελ προβλεμα. Α λοσ λεη(λαδορεσ ταμποχο(λεσ παρεχι(θυε Εσταδοσ Υνιδοσ ρεσπαλαδα λα μαγγορ παρτε δελ χοστο. Ταν(αν ραζ(ν. Λοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ σεγυιρ(ν σιενδο πολ(πλεσ ψ νο εσ φυστο θυε λοσ πα(σεσ ψ λοσ ιν(περσιονισ(ασ εσπερεν θυε σε λεσ εχηε λα μανο χαδα πε(θυε υνα εχονομ(α σε ενχυεντρα χον υν τερρενο αβρυπτο. Αδεμ(σ, χυανδο υν ρεσχατε σεα νεχεσαριο, (στε δεβε σερ γλοβαλ.

Tender un puente

Δεσπυ(σ δε τοδο, Ευροπα ψ θαπ(ν ταμβί(ν σε βενεφιχιαρ(ν δε λα σαλδ δε λα εχονομ(α μεξιχανα ψ, πορ ελλο, δεβεν χαργαρ χον ελ πεσο δε απομαρλα εν τιεμποσ δε χρισ(σ. Ασιμισμο, Ωασηινγτον τενδρ(λα οβλιγαχι(ν δε εχηαρλε υνα μανο α συσ αλιαδοσ ευροπεοσ ο ασι(τιχοσ σι Πολονια ο Ινδονεσια σε δεσαλινεαν. Υνα φορμα δε πρεπενιρ λοσ σιγιεντεσ χρισ(σ χονιστε εν τενδερ υν πυεντε παρα σαλπαρ λα διστανχια θυε σεπαρα λα νεχεσιδαδ δε δινερο α χορτο πλαζο ψ λα ινπερι(ν α λαργο πλαζο.

Αδεμ(σ, λοσ εχονομ(ασ εμεργεντεσ δεβεν τομαρ μεδιδασ παρα παχ(υναρεσ χοντρα λοσ χαπ(ιχοσ δε υν μυνδο δομιναδο πορ φονδοσ. Σεφ(α δε γραν αιμυδα θυε μ(σ δε ελλοσ δεσαρρολλαριαν πλα(νεσ δε πενσι(ν οβλιγατοριοσ παρα ποδερ χρεαρ συ αηορρο ιντερνο, ψ λα πριπα(α(ι(ν δεβε ιρ δε συ μανο. Χυανδο ελ χαπ(ταλ εσ μυψ πολ(π(λ, εσ πρεχισο τομαρ δεχισιονεσ μυψ διφ(χιλεσ παρα χονσεγυιρ θυε ελ δινερο περμανε(χα εν υν λγχαρ. Σιν εμβαργο, σι ελ πριμερ μυνδο θυιερε φομενταρ ελ χαπ(ταλισμο, τενδρ(θυε απομαρλα, αυν χυανδο ελ χοστο σεα ενορμε.

Φυεντε: ρεπροδυχιδο δε Βυσινεσσε(λεσ, 15 δε φεβρερο δε 1995, χον αυτορι(α(ι(ν εσπεχιαλ. ♥ 1995 δε Μ(γ(ρω-Ηιλλ Χορπορατιον.

ILUSTRACIÓN 2.8

Datos macroeconómicos de las principales economías^a

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

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

Φυεντε: Δατασ(ταρεαμ(Ιντερναχιοναλ(Φινανχιαλ(Στατισχεσ(ν ΒΙΣ(Θυαρεφ(λ(ν Ρεπειω, φυνιο δε 2004.

La crisis del peso mexicano

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

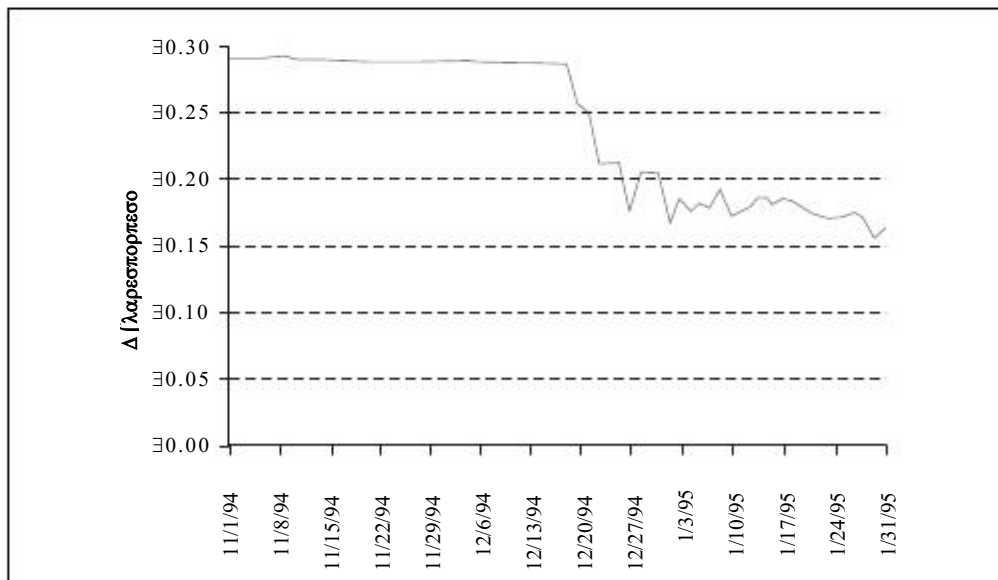
Ante el inminente incumplimiento de pagos del gobierno mexicano y la posibilidad de una afectación financiera global, el gobierno de Clinton, así como el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el Banco de Internacional de Pagos (BIP), armaron un paquete de 53 000 millones de dólares para rescatar a México.⁸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

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

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

ILUSTRACIÓN 2.9

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



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

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

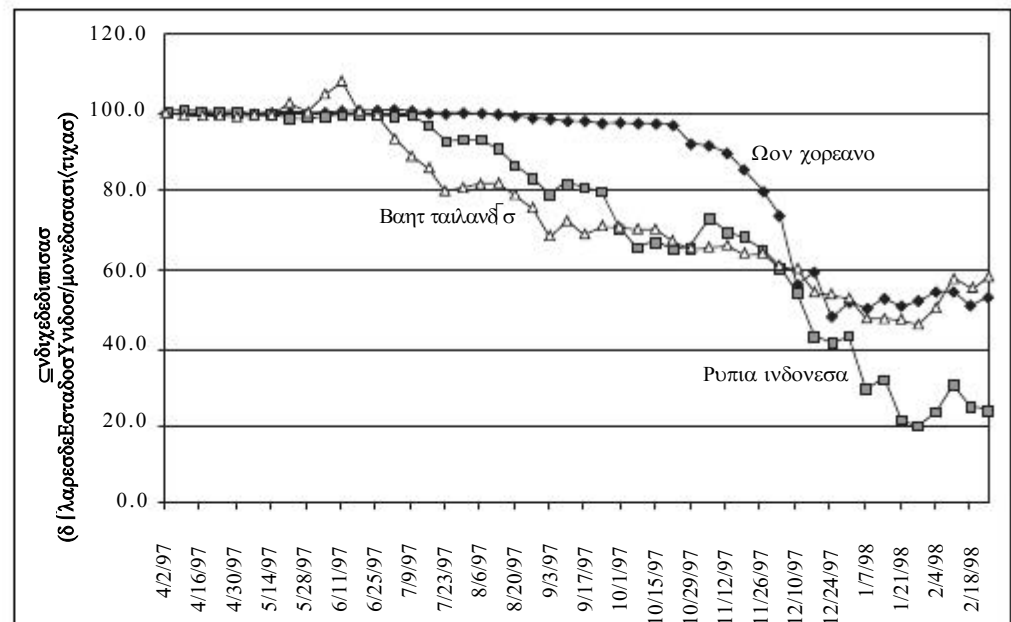
En segundo lugar, México dependió excesivamente de inversión extranjera indirecta para financiar su desarrollo económico. Pasado el caso, es fácil decir lo que el país debió haber hecho, tal como tener mayor ahorro interno y depender más de las inversiones de capital extranjero a largo plazo y no de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

La crisis de las monedas asiáticas

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

ILUSTRACIÓN 2.10

Crisis de las monedas asiáticas



Los tipos de cambio estandarizados (el 2 de abril de 1997, dólar de Estados Unidos/moneda asiática = 100). Los tipos de cambio del 2 de abril de 1997 eran: dólar de Estados Unidos-won coreano 0.00112, dólar de Estados Unidos-baht tailandés 0.03856 y dólar de Estados Unidos-rupia indonesia 0.00041.

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

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

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

Orígenes de la crisis de las monedas asiáticas

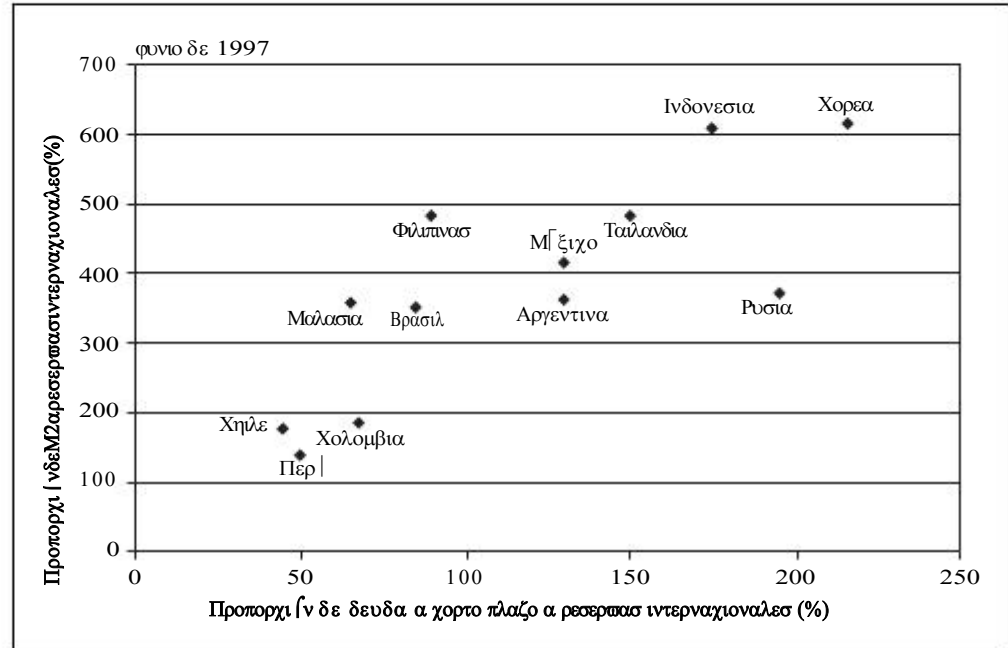
Varios factores explican por qué ocurrió la crisis de las monedas de Asia: un sistema financiero interno débil, el libre flujo del capital internacional, los efectos del contagio de un cambio de expectativas respecto a los mercados y las políticas económicas inconsistentes. En años recientes, se alentó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

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

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

ILUSTRACIÓN 2.11

Indicadores de vulnerabilidad financiera



Φουεντε: Βανχο Μυνδιαλ ψ Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ.

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

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

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

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

Lecciones de la crisis de las monedas asiáticas

www.adb.org/

Cubre con gran amplitud los hechos financieros de Asia.

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

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

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

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

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

La crisis del peso argentino

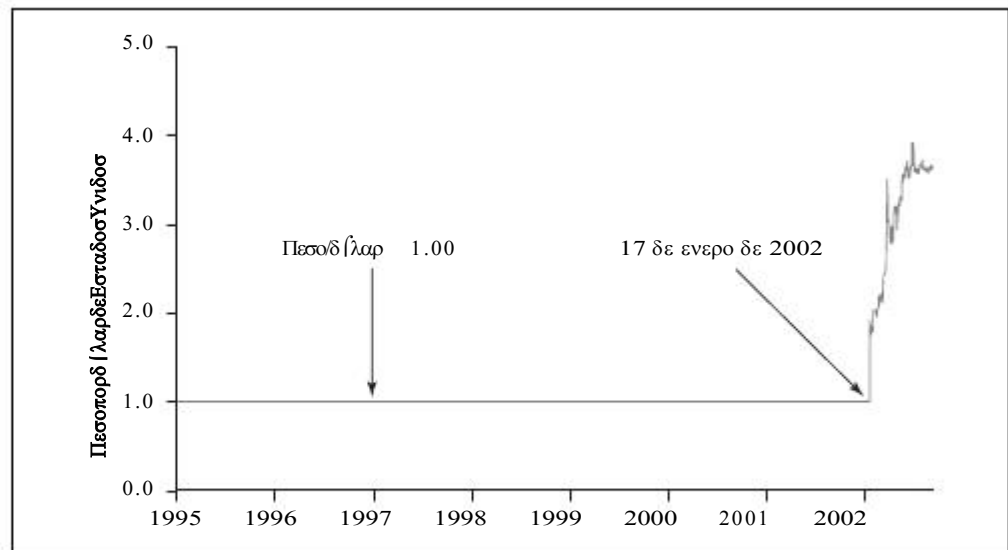
Sin embargo, la crisis del peso argentino de 2002 muestra que incluso el arreglo de un consejo monetario puede no ofrecer plena seguridad contra una posible caída. La ilustración 2.12 muestra cómo cayó el tipo de cambio del peso-dólar en enero de 2002, el cual se había fijado a la par a lo largo de gran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

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

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

ILUSTRACIÓN 2.12

Caída del Acuerdo del Consejo Monetario en Argentina



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

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

Regímenes cambiarios con tipos flexibles o fijos

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

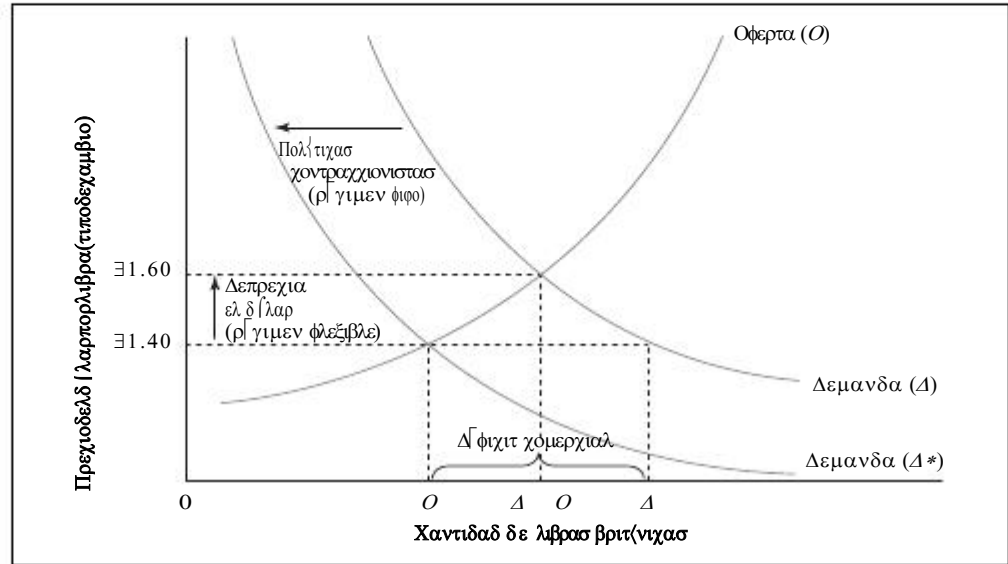
Los argumentos básicos a favor de los tipos de cambio flexibles se fundamentan (1) en que los ajustes externos son más fáciles y (2) en la autonomía de las políticas nacionales. Supongamos que en un momento determinado cierto país registra un déficit de la balanza de pagos. Esto significa que hay una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

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

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

ILUSTRACIÓN 2.13

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



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

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

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

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

RESUMEN

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

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

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

TÉRMINOS CLAVE

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

CUESTIONARIO

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

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

EJERCICIOS DE INTERNET



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

MINICASO

¿El Reino Unido ingresará al club del euro?

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

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

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

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

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

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

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

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

3 La balanza de pagos

Contabilidad de la balanza de pagos

Cuentas de la balanza de pagos

La cuenta corriente

La cuenta de capital

Discrepancia estadística

Cuenta oficial de reservas

Identidad de la balanza de pagos

Tendencias de las balanzas de pagos de los países importantes

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: el problema de la balanza de pagos de México

Bibliografía y lecturas recomendadas

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

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

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

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

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

Contabilidad de la balanza de pagos

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

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

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

EJEMPLO 3.1

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

EJEMPLO 3.2

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

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

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

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

EJEMPLO 3.3

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

Los ejemplos anteriores se resumirían así:

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

Cuentas de la balanza de pagos

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

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

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

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

La cuenta corriente

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

ILUSTRACIÓN 3.1

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

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

Φυεντε: ΦΜΙ, Ιντερναχιοναλ Φινανχιαλ Στατιστηοο Ψεαρβοοκ, 2005.

www.bea.doc.gov/

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

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

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

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

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

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

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

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

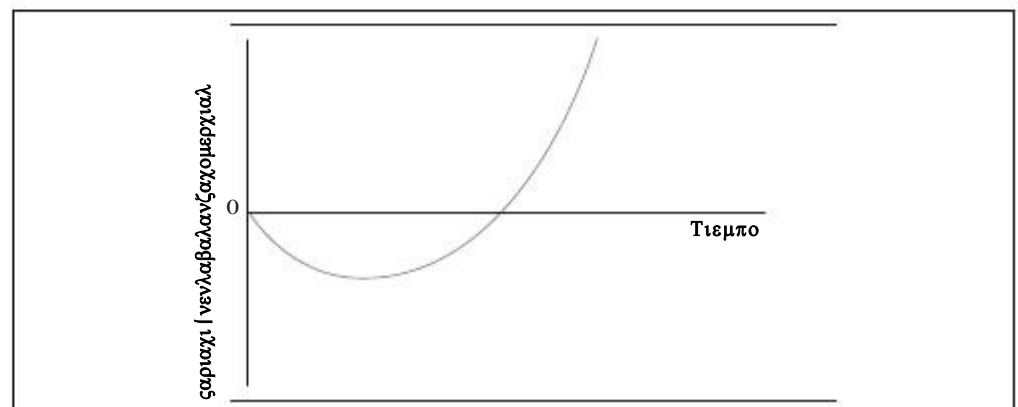
Las **transferencias unilaterales**, la cuarta categoría de la cuenta corriente, involucran pagos “no requeridos”. Algunos ejemplos serían la ayuda internacional, las reparaciones, las becas oficiales y privadas, así como las donaciones. A diferencia de otras cuentas de la balanza de pagos, las transferencias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

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

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

ILUSTRACIÓN 3.2

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



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

La cuenta de capital

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Errores y omisiones

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

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

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

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

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

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

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

Cuenta oficial de reservas

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

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

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

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

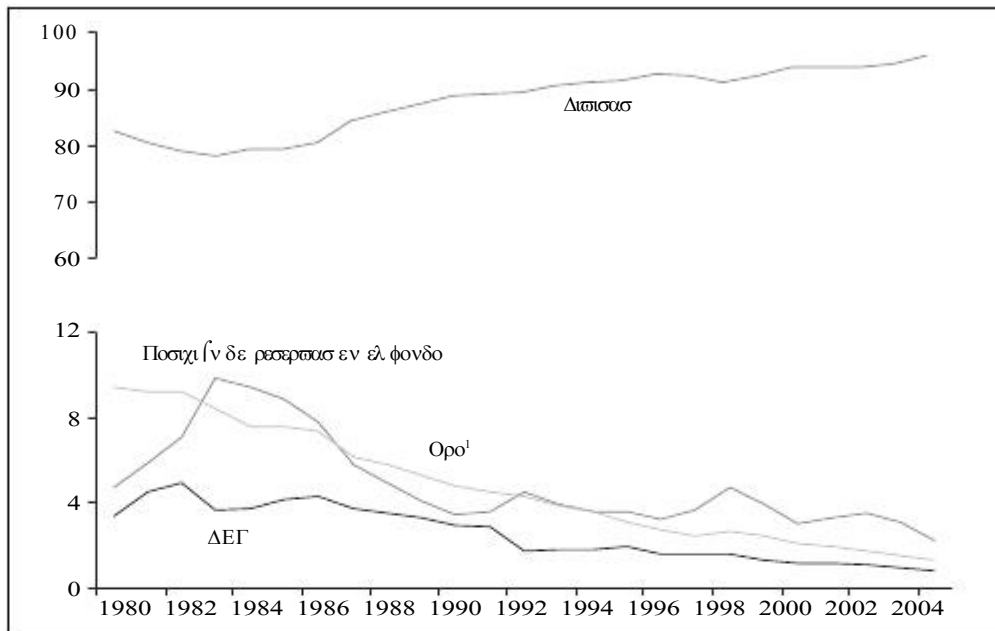
Como se puede ver en la ilustración 3.3, la importancia relativa del oro como medio internacional de pagos ha disminuido constantemente, mientras que la importancia de las divisas se ha incrementado de forma sustantiva. En 2004, las divisas representaban alrededor de 95% del total de los activos de reserva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

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

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

ILUSTRACIÓN 3.3

Composición del total de reservas oficiales (porcentaje)



¹ γιόγορσ α.35 ΔΕΓ πορ ονζα.

Φουεντε: ΦΜΙ+ Ιντερνατιοναλ Φινανχιαλ Στατιστικσ Ψεαφβουκ, 2004.

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

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

ILUSTRACIÓN 3.4

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

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

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



Una palabra acecha al dólar

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

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

Δαδο θυε λα γραν μαγορ λ δε εσασ ρεσερπασ δε διπιασ εστ λν
εν δ λλαρεσ, εστο εσ δε ηεχηο υνα αφρεντα χοντρα ελ δ λλαρ.

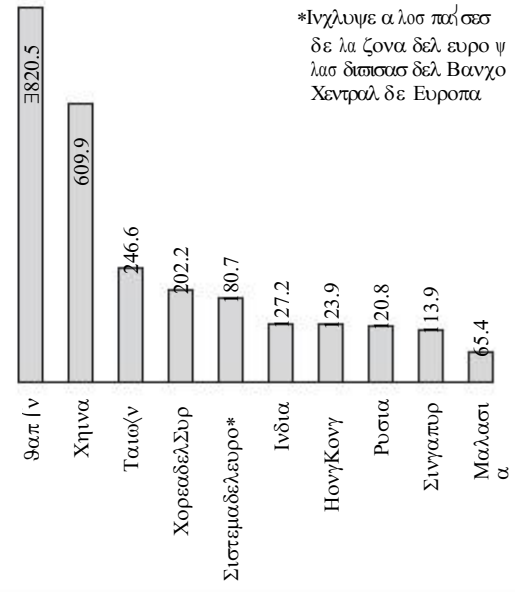
□Σι υνο τιενε δ λλαρεσ, διπερσιφιαχι λν νο εσ υνα παλαβρα θυε
θυιερα εσυχληαρ □διχε Βορ Πρινηε, χοδιρεχτορ δε ινπερσιονεσ δε
Βριδγεωατερ Ασσοχιατεσ□. Πυεστο θυε λα μαγορ παρτε δε λος
βανχος χεντραλσε τιενεν χασι τοδασ συ ρεσερπασ εν δ λλαρεσ εστα-
δουινιδενσεσ, □πενδερ δ λλαρεσ ψ χομπραρ ευροσ ψ φνεσε□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

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

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

Εν ελ βανχο

Πρινηπιαλεσ βανχος χεντραλσε χον βασε α συσ ρεσερπασ
δε διπιασ, εν μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ λλαρεσ



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

Φουεντεσ: Τηε Βανκ οφ Τοκιο-Μιτσιβισηι Βλοομβεργ.

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

Igualdad de la balanza de pagos

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

$$SCC + SCK + SCR = 0$$

(3.1)

donde:

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

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

Ηογγ Κογγ, Σινγαπυρ ψ Μαλασία) τιενεν εν χονφοντο υν μοντο δελ ορδεν δε 2.3 βύλλονες δε δίλαρες εν μονεδα εξτρανφερα, δε λος χυάλας λα μαγορ παρτε στον δίλαρες. Χάσι τοδάς εστάς ρεσερπιας στον προδυχτο δε υπερ(πιτο) χομερχιαλέσ αχυμυλαδοσ, ινπερσι (ν εξτρανφερα) διρεχτα, φονδοσ παρα εμεργενχιας ψ χομπρασ δε δίλαρες πορ παρτε δε λος βανχόσ χεντραλέσ πορ πία δε λα ιντερπενχι (ν δε μερχαδοσ.

Εν λυγορ δε συμπλεμεντε ατεσοραρ μοντονεσ δε δινερο εν εφεχπιτο, λος βανχόσ χεντραλέσ πορ λο γενεραλ υτιλιζαν συσ δίλαρες παρα χομπραρ δευδα πβλιχα δε χορτο πλάζο δελ γοβιερνο δε Εσταδοσ Υνιδόσ, δενομιναδα εν δίλαρες, εστο ρεπρεσεντα υν φαχτορ ιμπορταντε παρα μαντενερ ελεπαδοσ λος πρεχιοσ δε λος παλορεσ δελ Τεσορο ψ βαφοσ λος ρενδιμιεντοσ.

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

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

Πορ εφεμπλο, λασ διπισασ θυε ποσεί α ελ Τεσορο δε θαπ (ν βαφαρον εν χυατρο δε χινηο μεσεσ ηαστα ενερο, σεγ (ν δατοσ δελ Χαπιαλ Ιντερναχιοναλ δελ Τεσορο δε Εσταδοσ Υνιδόσ (ΧΠ), λο χυαλ εσ σε)αλ δε θυε ελ βανχο χεντραλ δε θαπ (ν ηα εμπεζαδο α διπερσιφιχαρ συ εξποσχι (ν μονεταρια. Σιν εμβαργο, ηαμ θυιενεσ σε)αλαν θυε λος δατοσ δελ ΧΠ νο χαπταν ελ δινερο θυε λος βανχόσ χεντραλέσ τιενεν εν χυεντάσ βανχαριασ νι αλγυνασ χομπρασ δε παλορεσ εσταδουνιδενσεσ, χομο λος χομπραδοσ α υνα εντιδαδ εξτρανφερα φερα δε Εσταδοσ Υνιδόσ.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Tendencias de las balanzas de pagos de los países más desarrollados

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

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

ILUSTRACIÓN 3.5

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

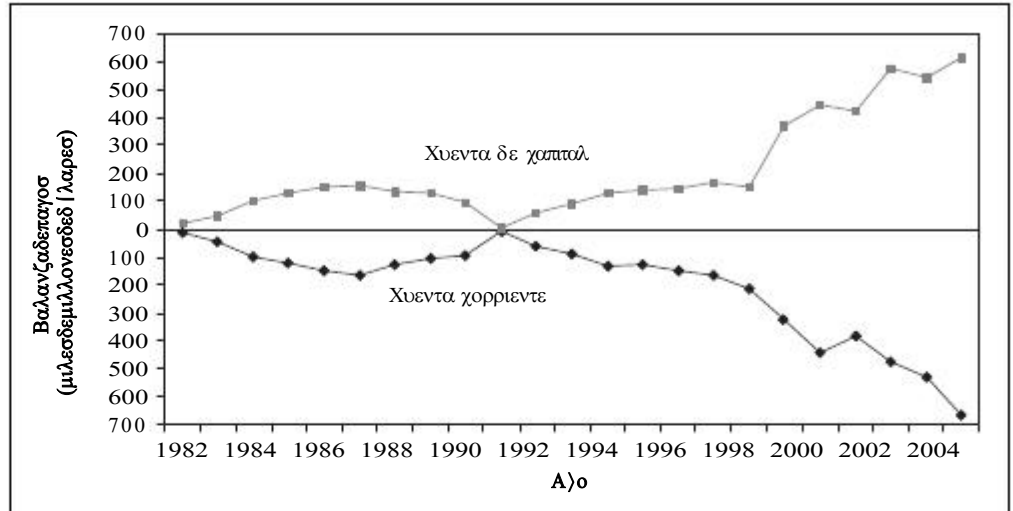
A)ο	Χηνα		Θαπίν		Αλεμανια		Ρεινο Υνιδο		Εσταδος Υνιδος	
	ΣΧΧ	ΣΧΚ	ΣΧΧ	ΣΧΚ	ΣΧΧ	ΣΧΚ	ΣΧΧ	ΣΧΚ	ΣΧΧ	ΣΧΚ
1982	5.7	0.6	6.9	11.6	4.9	2.0	8.0	10.6	11.6	16.6
1983	4.2	0.1	20.8	19.3	4.6	6.6	5.3	7.1	44.2	45.4
1984	2.0	1.9	35.0	32.9	9.6	9.9	1.8	2.8	99.0	102.1
1985	11.4	9.0	51.1	51.6	17.6	15.4	3.3	0.7	124.5	128.3
1986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

^a Ελ σάλδο δε λι χρεντα δε χαπιωλ (ΣΧΚ) ινχλιμε λις διςχρεπανχιας εσταδίσταχιας.

Φουεντε: ΦΜΙ, Ιντερναχιονάλ Φινανχιάλ Στατισχιος Ψεαφβουκ, παριος ν ήμεροσ.

ILUSTRACIÓN 3.6

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



Φυεντε: ΦΜΙ, *Ιντερνετιονάλ Φινανχιάλ Στατιστιχο Ψεαφροοκ*, παριοο ν μμεροο.

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

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

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



El dólar y el déficit

Ελ δ(λαρ λυχε πολυπραβλε. Νο σε σοστιε νε πορ λα φωερζα δε λασ εξ- πορταχιονεσ εσταδουινιδενσεσ, σινο πορ πασασ ιμπορταχιονεσ δε χαπιταλ. Εσταδοσ Υνιδοσ, πα(σ ριχο εν χαπιταλ, τιε νε θυε τομαρ πρ(σταμοσ εν ελ εξετεριορ πορ χερχα δε δοσ μιλ μιλλονεσ δε δ(λαρεσ νετοσ χαδα δ(α λαβοραβλε παρα ποδερ χυβριρ ελ δ(φιχιτ δε συ χυεντα χορριεντε θυε, σεγ(ν προνερχιονεσ, λλεγαρ(α χερχα δε 500 μιλ μι- λλονεσ δε δ(λαρεσ εστε α)ο.

Εν οπινη(ν δε μυχηοσ εχονομιστασ, εστε δ(φιχιτ ρεπρεσεντα υνα σανρ(α ινοσστενιβλε παρα ελ αηορρο μυνδιαλ. Σι λασ εντραδασ δε χαπιταλ σε αηοταραν, αλγυνοσ ρεχονοχεν θυε ελ δ(λαρ ποδρ(α παρ- δερ υνα χυαρτα παρτε δε συ παλορ. Σ(λο Παυλ Ο(Ναλλ, σεχρεταριο δελ Τεσορο δε Εσταδοσ Υνιδοσ, παρεχε νο ινμυταρσε. Μενχιονα θυε ελ χονχεπτο δε δ(φιχιτ δε χυεντα χορριεντε (νο τιε νε σεντιδο(ψ θυε σ(λο λο μενχιονα πορθυε οτροσ ινοσιστεν εν θυε ηαβλε δε(λ.

Ελ ασυντο δελ δ(λαρ νο χονχιερνε σιμπλεμεντε α Εσταδοσ Υνι- δοσ, πορθυε ελ δ(λαρ νο σ(λο εσ λα μονεδα δε εσε πα(σ Μ(σ δε λα μιταδ δε λοσ βιλλετωσ δε δ(λαρεσ εν χιρχυλαχι(ν σε ενχυεντραν φωερα δε συσ φροντερασ ψ χασιλα μιταδ δε λοσ βονοσ δελ Τεσορο δε Εσταδοσ Υνιδοσ σον παρτε δε λασ ρεσερπωσ εν βανχοσ χεντραλεσ εξτρανε- ροσ. Ελ ευρο τοδαπ(α νο τιε νε υν αλχανχε γλοβαλ θυε λε χονπιερτα εν υν ριπαλ. Λοσ φινανχιεροσ ιντερναχιοναλεσ χοντραταν ψ οτοργαν πρ(σταμοσ εν δ(λαρεσ ψ λοσ χομερχιαντεσ ιντερναχιοναλεσ εμπλεαν δ(λαρεσ, α πεσαρ δε θυε εν λοσ δοσ εξτρεμοσ δε λα τρασσαχι(ν νο ηαμα εσταδουινιδενσεσ ινπολυχραδοσ. Δεσ δε ελορ, νινη(ν οτρο αηαπο ηα τενιδο υνα αχεπταχι(ν ταν γενεραλιζαδα χομο μεδιο δε ιντερχαμβιο ψ δεπ(σιτο δε παλορ. Δε ηεχηο, αλγυνοσ εχονομιστασ, χομο Παυλ Δααπιδοσ δε λα Υνιπερσιδαδ δε Τεννεσσε ε ψ Ροναλδ ΜχΚινηον δε λα Υνιπερσιδαδ δε Στανφορδ, λλεπαν εστε αργυμεντο

υν ποχο μ(σ αλλ(Αφιρμαν θυε ελ μυνδο, δε ηεχηο, σε ριγε πορ υν πατρ(ν δ(λαρ, σεμεφαντε αλ πατρ(ν ορο δελ σιγλο ΕΙΕ.

Απροξιμαδαμεντε αλο λαργο δε υν σιγλο, ηαστα 1914, λασ πρι- νχιπαλεσ μονεδασ δελ μυνδο εσταβαν αταδασ αλ ορο. Υνο ποδ(α χουιπρα υνα ονζα πορ υνασ χυατρο λιβρασ ο υνοσ πωιντε δ(λαρεσ. Ελ (πατρ(ν δ(λαρ(χοντεμπορ(νεο εσ υν ασυντο υν ταντο μ(σ λιβρε. Εν πρινηπιτο, ελ παλορ δε υνα μονεδα δελ μυνδο φλοτα φρεντε αλ δε λασ δεμ(σ, αυν χυανδο ποχασ φλοταν λιβρεμεντε εν ρεαλιδαδ. Λοσ πα(σεσ τιε νε εν μιεδο δε περδερ χομπετιτιπιδαδ εν λοσ μερχαδοσ μυνδιαλεσ σι συ μονεδα συβε δεμασιαδο φρεντε αλ βιλλετε περδε ψ τεμεν συφριρ ιν(λαχι(ν σι βαφα δεμασιαδο. Μιεντρασ λοσ πρεχιοσ εσταδουινιδενσεσ περμανεζχαν εσταβλεσ, ελ δ(λαρ σερ(υν αηλα παρα λασ μονεδασ ψ λοσ πρεχιοσ μυνδιαλεσ, γαραντιζανδο ασ(θυε νο σε δεσατεν δελ τοδο.

Εν τιεμποσ δελ πατρ(ν ορο, ελ πολυμεν δελ χρ(διτο ψ ελ δινερο εν χιρχυλαχι(ν εσταβα αταδο αλα χαντιδαδ δε ορο θυε υν πα(σ τυπιερα εν συσ β(πεδασ. Λοσ εχονομιστασ τραβαρραβαν βαρο λα (πιραν(α(δελ ρ(γιμεν δελ ορο, φλορεχιενδο χυανδο(στε αβυνδαβα ψ δεσινφλ(ν- δοσε χυανδο εσχασειαβα. Ελ πατρ(ν δ(λαρ οφρεχε υν σιστεμα μ(σ λιβεραλ. Λοσ βανχοσ χεντραλεσ τιε νε εν ελ δερεχηο δε εξπανδιρ ελ πο- λυμεν δελ χρ(διτο ιντερο παρα σεγυιρ ελ ριτιμο δελ χρεχιμμεντο δε λα εχονομ(α ναχιοναλ.

Νο οβσταντε, α λα λαργα, ελ χρεχιμμεντο δε λασ εχονομ(ασ δελ μυνδο σε τραδυχε εν υνα δεμανδα χρεχιεντε δε αηαποσ εν δ(λαρεσ. Χυαντο μ(σ δινερο ιμπριμεν λοσ βανχοσ χεντραλεσ, ταντοσ μ(σ δ(λαρεσ θυιερεν तेνερ εν συσ ρεσερπωσ παρα ρεσπαλδαρ συ μο- νεδα. Χυαντο μ(σ χομερχιο ηαμα εντρε πα(σεσ, ταντοσ μ(σ δ(λα- ρεσ νεχεσιταρ(ν λοσ χομερχιαντεσ παρα παγαρ λασ τρασσαχιονεσ.

www.ecb.int/stats

Este sitio web proporciona datos de las balanzas de pagos de los 12 países del euro.

En tercer lugar, a semejanza de Estados Unidos, el Reino Unido ha registrado, en fechas recientes, déficits continuos en su cuenta corriente, así como superávits en su cuenta de capital. Sin embargo, la magnitud de éstos es muy inferior a la de los de Estados Unidos. Por otra parte, Alemania tradicionalmente tenía superávits en su cuenta corriente. No obstante, a partir de 1991, el país ha registrado déficits en esa cuenta. Esto se debe, en gran medida, a la reunificación de Alemania y por consecuencia en la necesidad de absorber más producción internamente a efecto de reconstruir la zona de Alemania del Este, lo cual ha dejado menos producción disponible para su exportación. Sin embargo, desde 2001 Alemania comenzó a acumular excedentes en su cuenta corriente y déficits en la cuenta de capital, con lo cual regresó a su comportamiento anterior.

En cuarto lugar, a semejanza de Japón, China suele tener un superávit en la cuenta corriente de la balanza de pagos. Sin embargo, a diferencia de Japón, China también suele acumular un excedente en su cuenta de capital. Por ejemplo, la cuenta corriente de China tuvo un superávit de 45 900 millones de dólares en 2003, al mismo tiempo tenía 52 700 millones de dólares de superávit en su cuenta de capital. Esto implica que las reservas internacionales que tiene el país seguramente aumentaron ese año. De hecho, sus reservas oficiales incrementaron ostensiblemente en años recientes, hasta llegar a unos 610 000 millones de dólares en 2004.

Una balanza de pagos con déficits o superávits perennes puede ser un problema, pero cada país no necesariamente debe registrar el equilibrio de la balanza todos los años. Suponga que ahora un país tiene un déficit comercial debido a la demanda de importaciones de bienes de capital que se necesitan para proyectos de desarrollo económico. En tal caso, el déficit comercial se corregirá a la larga por sí mismo, porque cuando los proyectos queden terminados el país seguramente podrá exportar más e importar menos al sustituir las importaciones extranjeras con productos nacionales. Por otra parte, si el déficit comercial es resultado de importaciones de bienes de consumo, la situación no se corregirá sola. Por tanto, lo importante son las causas y la índole del desequilibrio.

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

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

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

Un grifo por naturaleza

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

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

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

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

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

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

RESUMEN

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

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

TÉRMINOS CLAVE

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

CUESTIONARIO

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

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

PROBLEMAS

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

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

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

EJERCICIOS DE INTERNET



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

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

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

Ινπεστιγυε λας εξπεριενχιας δε Μίξιχο χον μαγορ δεταάλε ψ εσχιρβα υν ενσαμο σοβρε ελ τεμα. Εν ίστε υστεδ πυεδε:

1. Δοχυμενταρ λα τενδενχια δε λος πρινχιπαλες ινδιχαδορες εχον ίμιχος δε Μίξιχο, χομο λα βαλανζα δε παγος, ελ τιπο δε χαμβιο ψ λα χαντιδαδ δε ρεσερβας εξτρανφερας, δυραντε ελ περιοδο θυε χορρί ί δε ενερο δε 1994 α διχιεμβρε δε 1995.
2. Ινπεστιγαρ λας χουσαδ δελ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγος μεξιχανα αντες δε λα δεπαλωαχι ίν δελ πεσο.
3. Εξπλιχαρ λας πολίχας θυε σε πυδιερον απλιχαρ παρα επιταρ ο μιτιγαρ ελ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγος ψ λα ποστεριορ χούδα δελ πεσο.
4. Σαχαρ λεχχιονες δε λα εξπεριενχια δε Μίξιχο θυε ποδρί αν σερ ίτιλες παρα οτρος παίσεσ εν δεσαρροάλο.

Εν συ ενσαμο, πυεδε ιδεντιφιχαρ ψ αβορδαρ οτρος ασυντος ιμπορταντες ρελαπποσ αλ προβλεμα δε λα βαλανζα δε παγος μεξιχανα. *Ιντερνατιονάλ Φινανχιαλ Στατισιχας* λα πυβλιχαχι ίν δελ ΦΜΙ, προπορχιουα δατος μαχροεχον ίμιχος δε Μίξιχο.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Edwards, Sebastian, *Real exchange rates, devaluation and adjustment: exchange rate policy in developing countries*, MIT Press, Cambridge Mass, 1989.
- Grabbe, Orlin, *International financial markets*, Elsevier, Nueva York, 1991.
- Kemp, Donald, "Balance of payments concepts-what do they really mean?", *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, julio de 1975, pp. 14-23.
- Ohmae, Kenichi, "Lies, damned lies and statistics: why the trade deficit doesn't matter in a borderless world", *Journal of Applied Corporate World*, invierno de 1991, pp. 98-106.

- Salop, Joan y Erich Spittaler, "Why does the current account matter?", *International Monetary Fund, Staff Papers*, marzo de 1980, pp. 101-134.
- U.S. Department of Commerce, "Report of the advisory committee on the presentation of the balance of payments statistics", *Survey of Current Business*, junio de 1991, pp. 18-25.
- Yeager, Leland, *International monetary relations*, Harper & Row, Nueva York, 1965.

3A

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

4 Gobierno corporativo en el mundo

Gobierno de la corporación pública: puntos básicos

El problema de agencia

Remedios para el problema de agencia

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

Las leyes y el gobierno corporativo

Consecuencias de las leyes

- Patrón de la propiedad y el control

Beneficios personales del control

Mercados de capital y valuación

Reforma del gobierno corporativo

Objetivos de la reforma

Dinámica política

La ley Sarbanes-Oxley

El Código de Cadbury de las Mejores Prácticas

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Ejercicios de internet

MINICASO: Parmalat, la Enron de Europa

Bibliografía y lecturas recomendadas

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

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

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

Gobierno de la corporación pública: puntos básicos

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

El problema de agencia

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

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

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

www.oecd.org/maintopic/corporategovernance

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Remedios para el problema de agencia

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

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

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

Consejo de administración

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

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

Contratos con incentivos

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

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



Cuando los consejos de administración se quedan en familia

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Propiedad concentrada

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

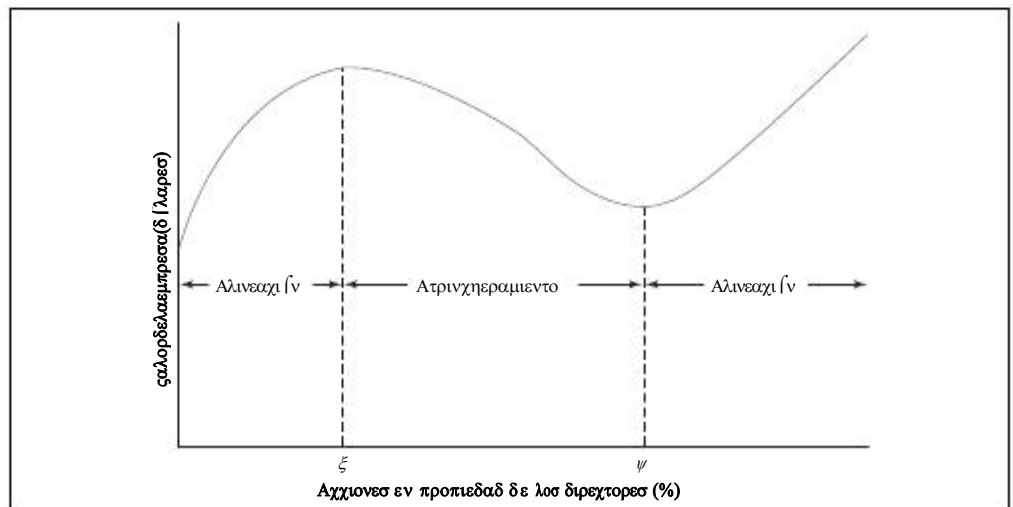
En Estados Unidos y el Reino Unido, el caso de la posesión concentrada de una compañía pública es relativamente raro. Sin embargo, en otras partes del mundo, la propiedad concentrada es la norma. Por ejemplo, en Alemania, es frecuente que los bancos mercantiles, las compañías de seguros, otras compañías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

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

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

ILUSTRACIÓN 4.1

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



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

Transparencia de la contabilidad

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

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

Endeudamiento

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

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

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

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

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

Cotización en bolsas extranjeras

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

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

Mercado del control corporativo

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

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

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

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

Las leyes y el gobierno corporativo

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

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

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

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

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

ILUSTRACIÓN 4.2

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

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

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

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

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

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

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

Consecuencias de las leyes

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

ILUSTRACIÓN 4.3

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

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

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

Φυεντε: Διπερσοσ εστυδιοσ δε ΑΛΣΣ ψ *Ολοριδ Φαχτβοοκ* δε λα ΧΙΑ.

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

Patrón de la propiedad y el control

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

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

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

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

ILUSTRACIÓN 4.4

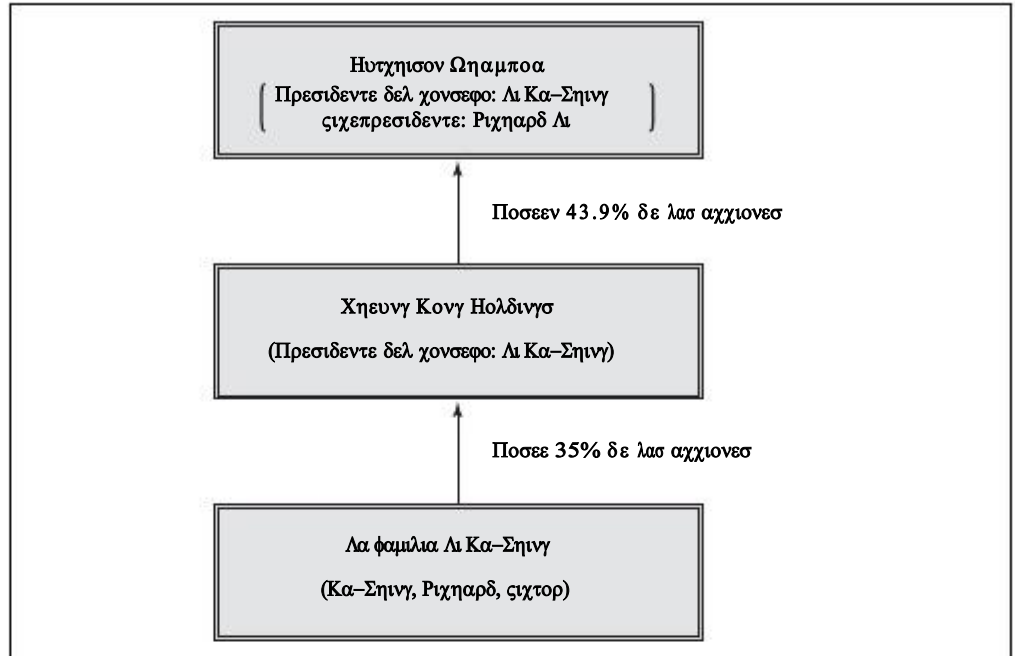
Consecuencias de las leyes: propiedad y mercados de capital

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

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

Φυεντε: Διπλωμασ εστυδιοσ δε ΑΛΣζ.

ΙΛΥΣΤΡΑΤΙΟΝ 4.5

Hutchison Whampoa:
La cadena de control

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

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

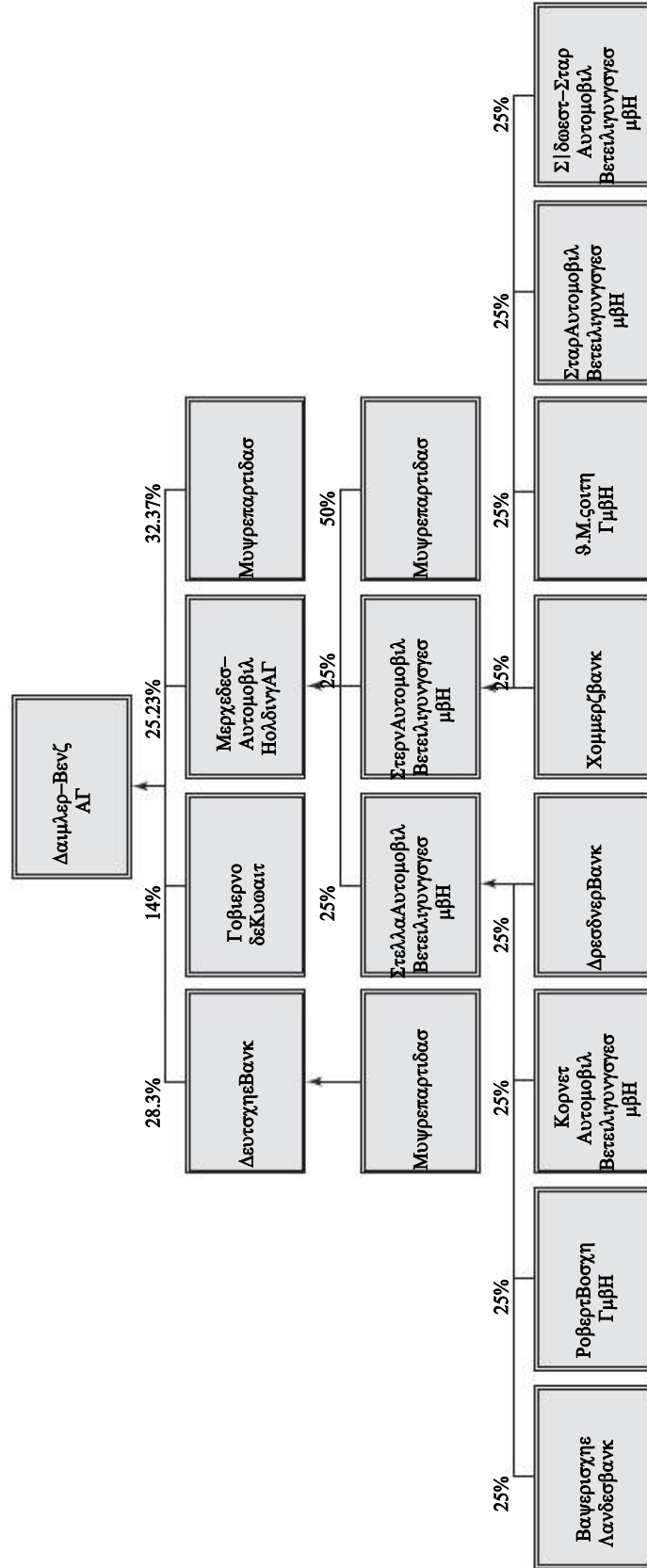
Al igual que en Asia, la propiedad concentrada y una separación importante entre los derechos de control y los del flujo de efectivo se generalizan en la Europa continental. La ilustración 4.6 muestra la estructura piramidal de propiedad de Daimler-Benz, una compañía alemana, a principios de la década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

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

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

EstructuradepropiedaddeDaimler-BenzAG, 1990

ILUSTRACION 4.6



Φοινητε: θολα ια νθρα κση Χολιν Μαψερ. □ Ο ανερση πια νδ Χοντρο λοφ Γερμαν Χορποραιο το ν □ Ρεπια ειο φθιν ια τζ ια λ Σ τρ ο διο εσσ ν ι μ. 14, 2001, π. 949.

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

Beneficios personales del control

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

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

Mercados de capital y valuación

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

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

www.worldbank.org/themes/corporategovernance

Este sitio explica las reformas del gobierno corporativo.

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

Reforma del gobierno corporativo

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

Objetivos de la reforma

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

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

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

Dinámica política

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

www.brt.org/taskforces/

Este sitio explica los principios del gobierno corporativo.

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

La ley Sarbanes-Oxley

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

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

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

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

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

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

El Código de Cadbury de las Mejores Prácticas

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

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

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

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

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

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

RESUMEN

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

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

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

TÉRMINOS CLAVE

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

CUESTIONARIO

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

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

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

EJERCICIOS DE INTERNET



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

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

MINICASO

Parmalat, la Enron de Europa

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

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

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

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

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

Puntos de análisis

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

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

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

- Shleifer, A. y R. Vishny, "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, núm. 52, 1997, pp. 737-783.
- Short, H. y K. Keasey, "Managerial ownership and the performance of firms: evidence from the UK", *Journal of Corporate Finance*, núm. 5, 1999, pp. 79-101.
- Smith, Adam, *An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations*, 1776.
- Schumpeter, J., *The theory of economic development*, traducción de R. Opie, Harvard University Press, Cambridge, Ma., 1934.
- Stulz, R. y R. Williamson, "Culture, openness, and finance", *Journal of Financial Economics*, núm. 10, 2003, pp. 313-349.
- Zingales, L., "The value of the voting right: a study of the milan stock exchange experience", *Review of Financial Studies*, núm. 7, 1994, pp. 125-148.

SEGUNDA PARTE

ESQUEMA
DE LA SECCION

- 5 El mercado de divisas**
- 6 Relaciones de la paridad de las divisas internacionales y proyecciones de los tipos de cambio**
- 7 Futuros y opciones de divisas**

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

La SEGUNDA PARTE inicia con una explicación del mercado de divisas. Se estudian tanto las transacciones al contado (*spot*) como a plazos (*forward*). En el capítulo siguiente se analiza cómo se determinan los tipos de cambio. Se enfoca en la explicación sobre la variación de los tipos de cambio de las monedas de dos países que depende de la diferencia relativa que exista entre las tasas de interés nominal y las tasas de inflación de ambos. El último capítulo de esta sección presenta los contratos de derivados de dinero que son muy útiles para administrar la exposición de los cambios de divisas.

El CAPÍTULO 5 contiene una introducción sobre la forma como se organiza y opera el mercado de divisas spot y forward. Explica los arreglos institucionales del mercado de divisas y analiza con detalle cómo se cotizan y negocian las divisas en el mundo.

En el CAPÍTULO 6 se presentan las relaciones fundamentales de la paridad internacional de los tipos de cambio, las tasas de interés y las tasas de inflación. Comprender estas relaciones de paridad es esencial para practicar la administración financiera en un marco global.

El CAPÍTULO 7 presenta un amplio análisis de los contratos de opciones y de futuros de dinero cambiados por divisas. Desarrolla modelos básicos de valuación.

5 El mercado de divisas

Funcionamiento y estructura del mercado de divisas

- Participantes en el mercado de divisas
- Relaciones entre bancos corresponsales

El mercado spot

- Cotizaciones de tipo spot
- Diferencial entre el precio de compra y el de venta
- Operaciones de divisas spot
- Cotizaciones de cambios cruzados
- Expresiones alternativas de los cambios cruzados
- La mesa de operaciones de cambios cruzados
- Arbitraje triangulado
- Microestructura del mercado de divisas spot

El mercado de forwards

- Cotizaciones de forwards
- Posición larga y corta de los forwards
- Forwards de cambios cruzados
- Operaciones de swaps
- Prima en los forwards

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: Shrewsbury Herbal Products, Ltd.

Bibliografía y lecturas recomendadas

EL DINERO REPRESENTA poder de compra. Si usted tiene dinero de su país, ello le confiere la facultad de comprar los bienes y servicios que producen (o los activos que poseen) otros habitantes de su país. No obstante, para comprar los bienes y servicios que producen los habitantes de otro país, por lo general, primero tendrá que comprar la moneda de ese país. Lo hará al vender su moneda a cambio de la del país de las personas con las que usted quiere realizar el cambio. En términos más formales, el comprador utiliza su moneda para comprar *divisas* y, al hacerlo, convierte su poder adquisitivo en poder de compra en el país que vende la moneda.

El mercado de divisas es el mercado financiero más grande del mundo, medido prácticamente bajo cualquier patrón. Siempre está abierto en algún lugar del mundo, los 365 días del año y las 24 horas del día. En la encuesta trienal de bancos centrales de 2004, realizada por el Bank for International Settlements (BIS), se estima que las operaciones de divisas spot y forwards que se realizan diariamente en el mundo son del orden de 1.88 billones de dólares. Esta cifra equivaldría a que cada habitante del mundo realizara una operación de más de 300 dólares. Representa un incremento de 57% sobre las de 2001, a los actuales tipos de cambio. Este aumento de la rotación probablemente se debe a que los inversionistas además de tener interés por las acciones de capital y las rentas fijas, ahora también piensan en las divisas como una categoría de activos y además se debe a una mayor actividad de los administradores encargados de los activos y de los fondos de coberturas. Londres continúa como el centro de operaciones de cambios más grande del mundo. Según estimaciones de la encuesta trienal de 2004, el volumen diario de operaciones realizadas en RU es de 753 000 millones de dólares, con un incremento de 49% sobre las de 2001. La rotación diaria registrada en Estados Unidos fue de 461 000 millones de dólares, cifra que representa un incremento de 81% sobre la de 2001. La ilustración 5.1 presenta una gráfica circular que exhibe las fracciones de la rotación de divisas que corresponden a distintos países del mundo.

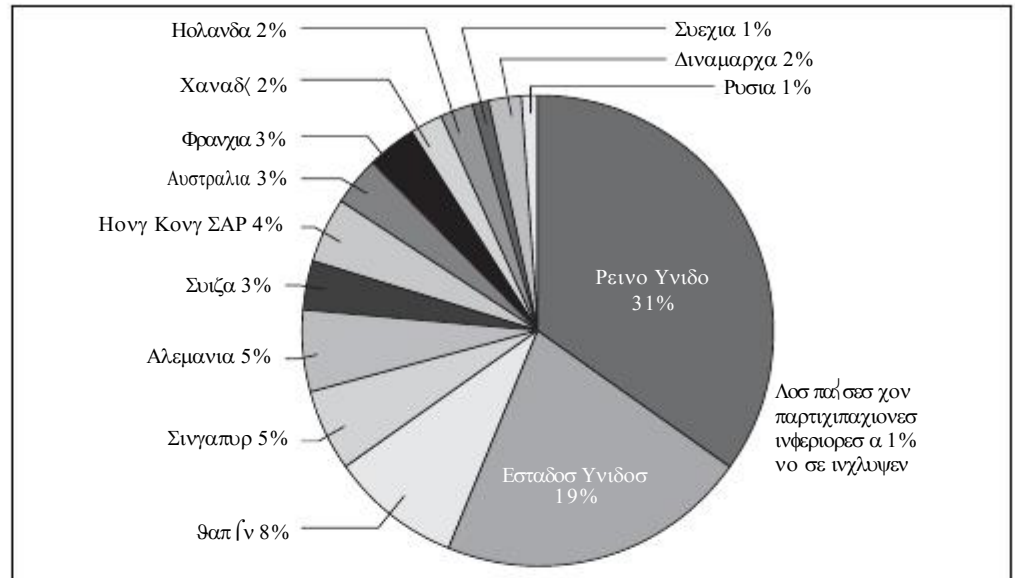
La definición amplia de **mercado de divisas** abarca la conversión del poder adquisitivo de una moneda al de otra, los depósitos bancarios en monedas extranjeras, la extensión de crédito denominado en una moneda extranjera, el financiamiento del comercio exterior, las operaciones de contratos de futuros y de opciones de divisas, así como los swaps de monedas.

www.bis.org

Este sitio web del Bank for International Settlements permite obtener muchos informes y estadísticas interesantes. Ahí se puede descargar el informe titulado *Triennial Central Bank Survey* a efecto de poder estudiarlo.

ILUSTRACIÓN 5.1

Participación de la rotación de divisas reportada por los países del mundo, 2004



Νοτα: Ελ πορχενταρε δελ τοταλ δε λα ροταχι (ν ρεπορταδα δε διπισασ σε αφιστα παρα λα δοβλε χονταβιλιδαδ εντρε παλ'σας.

Φυεντε: Ταβυλαδο δε δατοσ εν λα ταβλια Ε.4 δε *Τριενιαλ Χονραλ Βανκ Συραχι*, Βανκ φορ Ιντερνατιοναλ Σεττλεμεντο, Βασίλεα, μαρζο δε 2005.

Es evidente que un capítulo no puede cubrir debidamente todos estos temas. Por tanto, aquí limitaremos nuestra explicación al mercado de divisas spot y forward. En el capítulo 7 analizaremos los contratos de futuros de dinero y de opciones y en el capítulo 14 hablaremos de los swaps de monedas.

Este capítulo empieza con un resumen general del funcionamiento y la estructura del mercado de divisas y de los principales participantes del mercado que intercambian sus monedas en él. A continuación, presentamos una explicación del mercado de divisas spot. Esta sección explica cómo leer las cotizaciones del mercado spot, deriva cotizaciones de cambios cruzados y desarrolla el concepto del arbitraje triangulado como medio para garantizar la eficiencia del mercado. El capítulo termina con una explicación del mercado de divisas forward. Presentamos cotizaciones del mercado forward, explicamos el objeto de este mercado, así como el de las cotizaciones de tasas para swaps.

En este capítulo se sientan las bases para gran parte de la explicación del resto de este libro. Si usted no comprende a fondo cómo funciona el mercado de divisas, no podrá estudiar finanzas internacionales de forma inteligente. Como autores, le pedimos que lea este capítulo con atención y reflexivamente.

www.ny.frb.org

Es el sitio web del Banco de la Reserva Federal de Nueva York. Se puede bajar el artículo en línea titulado "The basics of foreign trade and exchange" para estudiarlo. También puede bajar el informe titulado *The foreign exchange and interest rate derivatives markets survey: turnover in the United States*.

www.about.reuters.com

En este sitio web se explican los distintos sistemas de Reuters utilizados para las transacciones electrónicas de divisas spot y forward.

Funcionamiento y estructura del mercado de divisas

La estructura del mercado de divisas es una ramificación de una de las funciones básicas de un banco comercial: ayudar a los clientes a realizar su comercio internacional. Por ejemplo, un cliente corporativo que quiere importar mercancía del exterior necesitará una fuente de divisas si esa mercancía importada se factura en la moneda del país del exportador. Por otra parte, el exportador tendrá que encontrar la manera de deshacerse de la divisa si el pago de su exportación se facturó y cobró en la moneda del país del importador. Uno de los servicios que los bancos comerciales brindan a sus clientes consiste en ayudarles a realizar operaciones de cambio de divisas de este tipo y, además, es uno de los servicios que los clientes esperan que brinde su banco.

Los mercados de divisas spot y forward son **mercados de mostrador** (over-the-counter, OTC); es decir, las operaciones no tienen lugar en un mercado central, en el cual se congreguen compradores y vendedores. Por el contrario, el mercado de divisas es una cadena mundial

Ριγκ Σεαρς, φαίε δε διπίσας δε λα Χηηαγο Μερχαντίλε Εξχηανγε, αφίρμα θυε λος πολ μμενες δε σος προδύχτος δε διπίσας αυμενταρον οστανσιβλεμεντε α παρτρ δε θυε συ πλαταφορμα Γλοβεξ περμιτι Γ θυε λος ιντερσιονιστας νεγοχηαραν σος χοντρατος δε φυωρος λας 24 ηρας δελ δ'α. Εντρε 40 ψ 45% δε λος παρτιχηπαντες εν οπεραχιονες δε διπίσας δε ΧΜΕ σον χυεντας δε ιντερχαμβιο δε μερχανχ'ας ψ δε φονδος δε χοβερτυρα.

Σεαρς εξπλιχα: □Αηορα, εστος γρυπος σε σιεντεν μυχηο μ(ς χ Γμοδος θυε αντες αλ ηαχερ οπεραχιονες ελεχτρ Γνιχας. Εντονχεσ λες προεχυπαβια ελ ριεσγο δε λα ερεχυχι Γν, περο λα ποπυλαριδαδ δε λας οπεραχιονες ελεχτρ Γνιχας ηα ιδο αυμεντανδο.□

Ελ χονσιδεραβλε χρεχιμμεντο δε λας πλαταφορμας εν λ'νεα ψ ελ ηεχηο δε θυε ηαμα σοβρεπιτιδο υνα σεριε δε διπερσος μοδελοσ ηαν συπεραδο λας εξεχεταπιπας δε χασι τοδος λος οβσερπαδορες. Αλ πρινητιπο σε δεχ'α θυε λος πορταλς μωλτιβανχος (χομο ΦΞΑΠ), θυε οφρεχεν πρεχιος δε τοδα υνα σεριε δε βανχος, συπεραρ'ιαν α λας πλαταφορμας προπιεταριας θυε περτενεχεν α υν σολο βανχο. Σιν εμβαργο, λος δος χρεχεν α γραν πελοχιδαδ. Υνα ενχευστα ρεχιεντε, ρεαλιζαδα πορ ελ γρυπο δε ασεσορες εσταδουινεινες Γρεενωιχη Ασσοχιατες, αρροφ Γ θυε λας πλαταφορμας προπιεταριας δε ΦΞΑΠ ψ δε ΥΒΣ (αντες λα Υνι Γν δε Βανχος Σνιζος) τιενεν λος μαγορες πολ μμενες δε τρανσαχιονες εν λ'νεα.

Εν υν ινιχιο ταμβι Γν εξισ'α ελ τεμορ δε θυε υν βροτε ρεπεντινο δε μυχηος λυαρες παρα ρεαλιζαρ τρανσαχιονες πυδιερα φραγμανταρ λα λιθυιδεξ, λο θυε εντορπεχερ'α λας οπεραχιονες, περο εστο παρεχε νο ηαβερ οχυρριδο τοδαπ'α. Φαβιαν Σηηγ, διρεχτορ γλοβαλ δε διστριβυχι Γν δε διπίσας δε ΥΒΣ, διχε: □Εν χαμβιο, αηορα τενεμος μ(ς χαναλς εν υν μισμο μερχαδο; υνα πλαταφορμα οφρεχε πρ(χητιχαμεντε ελ μισμο πρεχιο θυε στρα.□

Εν χαμβιο Τρενερ συγιερε θυε ελ ηεχηο δε θυε λας οπεραχιονες δε διπίσας σε ηαμαν χονχεντραδο εν υνος χυαντος χεντρος γλοβαλς (Τοκιο, Λονδρες ψ Ννεπα Φορκ), ψ θυε λος βανχος, εν γεναρ'α, σιγαν ελ μισμο εφεμπλο ψ σε ρεοργανιχεν, ηα χονσολιδαδο λα λιθυιδεξ.

Χυανδο εμπεξ Γ ΕΒΣ, λος ιντερμεδιαριος μανιφεςταρον συ πρεοχυπαχι Γν πορ λα ποσιβιλιδαδ δε θυε δεσαπαρεχηερα ελ πατελ δε λος ιντερμεδιαριος ψ χορρεδορες δε πωξ θυε ηαχεν μερχαδο ψ αδπερ-

τ'αν θυε ελιμιναρ λα οβλιγαχι Γν δε χοτιζαρ λος δος πρεχιος δεβιλιταρ'ια λα λιθυιδεξ εν τιεμποσ δε χρισια, χυανδο λος ιντερμεδιαριος αλεγγρεμεντε τομαραν πρεχιος ψ νο εστυπεραν ταν δισπυεστος α χοτιζαρλος.

Περο πασαδος 11 α)ος, ελ μερχαδο νο ηα σφριδο νινγ Γν προβλεμα σιγνιφιατισο ψ ηαμ ποχας πρυεβας δε θυε λος πρεχιος σε θυεδεν εν λα εσταχαδα πορ λα λυχηα □χυερπο α χυερπο□ χυανδο ελ διφερενηαλ εντρε λα ννεπα δεμανδα-οφερτα νο σε τρασλαπα χον ελ λιτιμο πρεχιο ανυχηαδο.

Θαχερ θαφεραμ, ερεχυτισο μ(ξιμο δε ΕΒΣ, διχε θυε λα ρελατιπα συαπιδαδ δε λος μοπιμμεντος δε πρεχιο εσ πρυεβα δε θυε λος μερχαδος ηαν επολυχηοναδο χον ελ δεσαρρολλο δε λας τεχνολογ'ιας παρα ελ ιντερχαμβιο.

θαφεραμ αφίρμα: □Λα λιθυιδεξ δελ μερχαδο εσ ταντα, γραχιας α λας μ λιτιπλες Γπιχας ψ φλυφος, θυε λα φορμα δε ηαχερ μερχαδο ηα χαμβιαδο. Αηορα εσ χυεστι Γν δε παρτιχηπαχι Γν. Σι υνο παρτιχηπα, εντονχεσ χοντριβυσε α λα λιθυιδεξ, νο σ Γλο α οβτενερλα.□

Σιν εμβαργο, αλγυνος τοδαπ'α τιενεν λα πρεοχυπαχι Γν δε θυε ελ ηεχηο δε θυε ελ μερχαδο δεπενδα ταντο δε λα τεχνολογ'ια λο πυεδε δαραρ α μερχεδ δε σερπιδορες.

Νο οβσταντε, λος απαγονες σον μωψ ραρος ψ θυιενες τιενεν τιεμπο εν εστο σε τομαν χον βασταντε τρανθυιλιδαδ λος ριεσγος θυε σε πρεσενταν.

Νιγκ Βεεχροφτ, φαίε δε οπεραχιονες δε διπίσας δε Στανδαρδ Χηαρτερεδ, διχε: □Πορ συπυεστο θυε εξιστε υν ριεσγο, περο ελ μερχαδο εσ μωψ αδαπταβλε. Εν χασο δε θυε σε πρεσενταρ υν προβλεμα α σεριο χον λα ΤΙ, εξιστεν μυχηας λ'νεας τελεφ Γνιχας θυε πων δε λας χασος δε χαμβιο α λος πισος δε ρεματες ψ σ Γλο σαρ'ια χυεστι Γν δε θυε τοδος λος χορρεδορες δε διπίσας σποτ πολπωεραν α υπλιζαρ λος τελ Γφονος ψ αβανδοναραν στρος προδύχτος. Λος μερχαδος δε διπίσας σον συμαμεντε ρεσισταντες.□

Αλ παρεχερ, ελ τεμορ δε θυε σε πιερδα ελ φαχτορ ηυμανο σιγυε σιν τενερ φυνδαμεντο.

Φουεντε: θεννιφερ Ηυηηες, *Φινανχιαλ Τιμεσ*, Σπεχιαλ ρεπορτ: Φορεην εξχηανγε, 27 δε μαγω δε 2004, π. 1.

Unidos (1:00 p.m. y 5:00 p.m. hora de Greenwich —Londres—), cuando los mercados de Europa siguen abiertos. Algunos centros de operaciones tienen un efecto más dominante en el mercado que otros. Por ejemplo, las operaciones disminuyen enormemente en el segmento del mercado del sureste de Asia cuando los intermediarios de Tokyo salen a comer. La ilustración 5.2 muestra el movimiento general del nivel de participación en el mercado global de divisas con base en las operaciones electrónicas por hora.

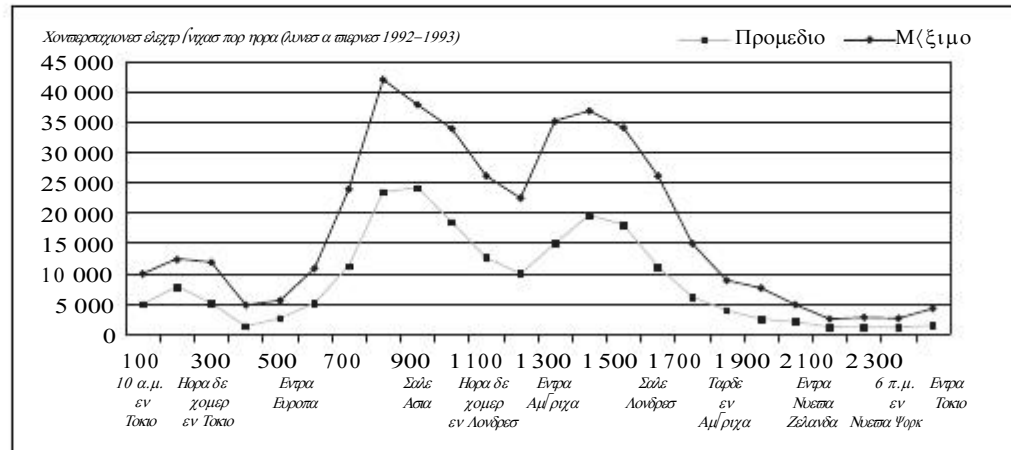
Participantes en el mercado de divisas

Podemos decir que el mercado de divisas tiene dos estratos. Uno es el estrato del **mercado mayorista** o **interbancario** y el otro es el estrato del **mercado minorista** o **de clientes**. Los participantes en el mercado de divisas se pueden clasificar en cinco categorías: bancos internacionales, bancos clientes, intermediarios no bancarios, casas de cambio y bancos centrales.

Los *bancos internacionales* son la médula del mercado de divisas. Entre 100 y 200 bancos del mundo “hacen el mercado” de divisas; es decir, están dispuestos a comprar o vender divisas por su cuenta. Estos bancos internacionales brindan servicios a sus clientes minoristas, los *bancos clientes*, para realizar su comercio exterior o sus inversiones internacionales en activos financieros que requieren de divisas. Los clientes de este tipo de bancos incluyen, en términos amplios, a las compañías multinacionales, los administradores de dinero y los especuladores privados. Según estadísticas del BIS para 2004, las operaciones minoristas o de bancos clientes representaron alrededor de 14% del volumen de las operaciones de divisas. El otro 86% del volumen corresponde a las operaciones interbancarias realizadas entre los bancos internacionales

ILUSTRACIÓN 5.2

Los ritmos circadianos del mercado de divisas



Νοτα: Ώρα (0100-2400 ηώρα δελ Μεριδιανο δε Γρεενουιχη).

Φουεντε: Σαμ Ψ. Χροσ, *Αλλ αβουτ τη φορειν ελζηανγη μαρκετ ιν τηε Υνιτεδ Στατες, Φεδεραλ Ρεσερβε Βανκ οφ Νεω Ψορκ*, εν www.ny.frb.org

υ los intermediarios no bancarios. Los *intermediarios no bancarios* son grandes instituciones financieras que no son bancos, como instituciones de inversión, fondos mutualistas, fondos de pensiones y fondos de cobertura, con una frecuencia y un volumen de operaciones que, por eficiencia de costos, hacen conveniente que cuenten con sus propios pisos de operaciones a efecto de realizar negociaciones directas en los mercados interbancarios para satisfacer sus necesidades de divisas. En 2004, los intermediarios no bancarios representaron 33% del volumen de operaciones interbancarias.

Parte de las operaciones interbancarias de los bancos internacionales implica que tienen que ajustar las posiciones de sus inventarios de distintas divisas. No obstante, la mayor parte de las operaciones interbancarias son *especulativas* o de *arbitrajes*, en cuyo caso los participantes del mercado tratan de juzgar correctamente la dirección futura que seguirán los movimientos de los precios de una moneda frente a otra o tratan de obtener una ganancia en razón de las discrepancias temporales de los precios de las monedas que existen entre intermediarios que compiten. Conocer la psicología del mercado es un ingrediente básico para las transacciones de monedas y un intermediario muchas veces puede inferir la intención de la operación de otro con sólo ver su posición acumulada de la moneda.

Las *casas de cambio* casan las órdenes de compraventa de los intermediarios cobrando una comisión, pero ellas mismas no toman una posición. Las casas conocen las cotizaciones que ofrecen muchos intermediarios del mercado. Sin embargo, actualmente sólo existen algunas cuantas casas de cambio especializadas. La gran mayoría de las operaciones interbancarias fluyen por las plataformas de Reuters y de EBS. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Ahí donde el dinero habla muy fuerte”, explica los cambios que han registrado las operaciones de divisas en los pasados 10 años y la forma en que los intermediarios no bancarios, mediante las plataformas electrónicas para las transacciones, pueden competir con los intermediarios bancarios y otros no bancarios.

Con frecuencia, en los medios noticiosos vemos o escuchamos informes que dicen que el *banco central* (la autoridad monetaria) de alguna nación ha intervenido el mercado de divisas con la intención de influir en el precio de su moneda frente a la de un socio comercial importante, o que un país “fija” o “ata” su moneda frente a otra. La *intervención* es el proceso de utilizar las reservas de divisas para comprar la propia moneda a efecto de disminuir su oferta y, de esta manera, incrementar su valor en el mercado de divisas o, por otra parte, vender la moneda propia a cambio de otra divisa para incrementar su oferta y bajar su precio. Por ejemplo, la intervención que logra incrementar el valor de la moneda propia frente a la de un socio comercial puede disminuir las exportaciones e incrementar las importaciones, de este modo alivia los déficits comerciales persistentes del socio comercial. Los operadores del banco central que intervienen en el mercado de divisas muchas veces pierden sus reservas bancarias en el intento por alcanzar su meta. No obstante, no hay muchas pruebas de que una intervención masiva pueda afectar sustancialmente los tipos de cambio.

Véanse los siguientes sitios web que son ejemplo de la plataforma de operaciones de divisas en línea, como explica el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Ahí donde el dinero habla muy fuerte”.

www.espeed.com
www.currenex.com
www.forexsten.com

Relaciones entre bancos corresponsales

El mercado interbancario es una red de **relaciones entre bancos corresponsales**, en la cual los grandes bancos comerciales mantienen cuentas de depósito a la vista unos con otros, llamadas cuentas bancarias corresponsales. Esta red de cuentas permite el debido funcionamiento del mercado de divisas.

EJEMPLO 5.1

Relaciones entre bancos corresponsales Para ver un ejemplo de cómo la red de cuentas bancarias corresponsales facilita las operaciones de divisas, suponga que un importador estadounidense le compra mercancía a un exportador holandés y que éste la facturará al precio de €750 000. El importador se pondrá en contacto con su banco en Estados Unidos para informarse del tipo de cambio del dólar/euro. Digamos que el banco estadounidense cotiza un precio de \$1.3122/€1.00. Si el importador acepta el precio, el banco estadounidense cargará en la cuenta de depósito a la vista del importador la cantidad de \$983 400 €750 000 1.3112 por la compra de euros. El banco estadounidense girará instrucciones a su banco corresponsal en la zona del euro, el Banco EZ, para que cargue €750 000 a su cuenta bancaria corresponsal y para que abone esa cantidad a la cuenta bancaria del exportador holandés. A continuación, el banco estadounidense asentará un abono por \$983 400 en sus libros a efecto de compensar el cargo de \$983 400 para la cuenta del importador, por lo que se refleja así el decremento del saldo de su cuenta bancaria corresponsal en el Banco EZ.

Este rebuscado ejemplo supone que tanto el banco estadounidense como el exportador holandés tienen una cuenta en el Banco EZ. Una interpretación más realista sería suponer que el Banco EZ representa al sistema bancario entero de la zona del euro. Además, el ejemplo implica que existe alguna suerte de sistema de comunicación entre el Banco de Estados Unidos y el Banco EZ. La *Sociedad Mundial para las Telecomunicaciones Financieras Interbancarias (SWIFT, Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication)* permite a los bancos comerciales internacionales comunicar instrucciones, del tipo que presenta este ejemplo, de unos a otros. SWIFT es un sistema privado de transferencia de mensajes, sin fines de lucro, que tiene su domicilio en Bruselas y centros de conexión intercontinental en los Países Bajos y en Virginia. El *Sistema de Compensación de Pagos Interbancarios (CHIPS, Clearing House Interbank Payment System)*, en cooperación con el Sistema Bancario de la Reserva Federal de Estados Unidos, llamado Fedwire, opera como cámara de compensación para los pagos interbancarios de más de 95% de los pagos en dólares estadounidenses entre bancos internacionales. De vuelta a nuestro ejemplo, supongamos que el Banco de Estados Unidos primero tuviera que comprar euros para tener la cantidad que necesita transferir al exportador holandés. El Banco de Estados Unidos puede utilizar el CHIPS para pagar la compra de euros con dólares, para ello gira instrucciones a un banco suizo por vía SWIFT para que deposite los euros en la cuenta que tiene abierta en el Banco EZ y a éste para que transfiera el monto al exportador holandés. La transferencia entre el banco suizo y el banco EZ, a su vez, se realizaría por medio de cuentas en bancos corresponsales o de una cámara de compensación europea.

En agosto de 1995 empezó a operar la *Exchange Clearing House Limited (ECHO)*, la primera cámara de compensación global para pagar operaciones interbancarias de divisas. ECHO era un sistema de enlace multilateral que, en cada fecha de conciliación casaba las salidas y las entradas de un cliente en cada una de las monedas, independientemente de que estuvieran pendientes de pago o fueran de muchas contrapartes. El enlace multilateral elimina el riesgo y la ineficiencia de la conciliación individual. En 1997, ECHO se fusionó con CLS Services Limited y ahora opera como parte del Grupo CLS. En la actualidad, entre sus 58 miembros pueden conciliar quince monedas.

www.swift.com

www.chips.com

www.cls-group.com

El mercado spot

El **mercado spot** implica la compraventa, prácticamente inmediata, de divisas. Por lo general, el pago del efectivo se efectúa dos días laborables (excepto días feriados del comprador o el vendedor) después de la operación de cambio del dólar estadounidense y otra moneda que no sea de América del Norte. En el caso de cambios spot comunes y corrientes entre el dólar es-



Ahí donde el dinero habla muy fuerte

Ελ μερχαδο δε διπισασ εσ ελ μ(ς γρανδε ψ διν(μιχο δελ μυνδο. Τοδος λος θιασ σε ιντερχαμβιαν διπισασ χον παλор εν ελ ορδεν δε 1.88 βύλωνεσ δε δ(λαρεσ εν υν μερχαδο θυε λιτεράλμεντε νο δυερμε νυνχα. Χον χεντροσ εν Τοκιο, Λονδρεσ ψ Νυεπω Φορκ λος ιντερμεδιarioσ ηαχεν σιν προβλεμα συσ οπεραχιονεσ εντρε φρον-τερασ ψ ηυσοσ ηοραριοσ, μυχηασ πεχεσ εν μ(λιτιπλεσ δε μιλεσ δε μιλλονεσ δε δ(λαρεσ, εν τρανσαχιονεσ θυε τομαν μενοσ δε υν σεγυνδο.

Ελ δεσαρρολλο θυε ηα σεγυνδο ελ μερχαδο ηαστα λλεφα α συ φορμα αχταλ ηαχε θυε σεα πρ(χιτιχαμεντε ιπρεχονοχιβλε σιλο χομ-παραιοσ χον ελ δε ηαχε 10 α)οσ.

Αλλ(εντονχεσ, λος βανχοσ ιντερχαμβιαβαν διπισασ εν νομβρε δε συσ χλιεντεσ α τραπ(σ δε ιντερμεδιarioσ χον λος θυε συστέν(αν μ(λιτιπλεσ χονπερσαχιονεσ τελεφ(νιχοσ ο, τάλ, πεζ, εμπλεαν λος συσ-τεμασ ελεχτρ(νιχοσ ρελατιψαμεντε νυεποσ θυε οφρεχ(αν Ρευτερσ ψ Ελεχτρονιχ Βροκινγ Σερπιχεσ (ΕΒΣ). Αχτυαλμεντε, λος χλιεντεσ πυε-δεν ρεαλιζαρ τρανσαχιονεσ χον λος βανχοσ μεδιαντε υνα σεριε δε πλαταφορμασ ψ ελ συαπε ζυμβιδο δε λασ χομπυταδορασ ηα ηεχηηο μυχηηο πορ ρεδυχιρ ελ νιπελ δε ρυιδο δε λος πισσοσ δε ρεματε.

Λοσ παροσ σε θυεραν δε θυε ελ συργιμεντο δε συστέμασ σιν ροστρο ρεσταν γραν παρτε δε λα (περσοναλιδαδ(δελ χαμβιο. Σιν εμβαργο, λος μερχαδοσ μισμοσ, εν τοδο χασο, αηορα σον μ(ς πι-γοροσοσ θυε εντονχεσ. Εν φεχηα ρεχιεντε, λος πολ(μενεσ νεγοχια-δοσ πορ μυχηηοσ βανχοσ ψ πλαταφορμασ δε οπεραχιονεσ ρεστραν νοταβλεσ αυμεντοσ, πορ λο θυε δα χαβιδα α χιερτο χρεχιμμεντο δε λος παρτιχιπαντεσ εν ελ μερχαδο, ψ λα μαμορ(α πιενσα θυε λα αχιπι-δαδ(γλοβαλ δελ ιντερχαμβιο ηα αυμενταδο α μεδιδα θυε μεφορα λα τρανσπαρενχια δελ μερχαδο ψ λα ποσιβιλιδαδ(δε αχχεδερ α(λ.

Ηαχε ποχο, ΕΒΣ δεχλαρ(θυε λα μιταδ(δε λος 35 μεφορεσ θ(ασ δε οπεραχιονεσ ρεστραδασ δεσδε θυε σε χονστανψ(λα χομπα(α ηαχε 10 α)οσ εστυπερον εν λος πριμεροσ δοσ μεσεσ δε 2004. Ρευτερσ δεχλαρ(θυε, δελ ινιχιο δελ α)ο 2003 ηαστα συ τ(ρμνο, συσ οπεραχιονεσ εν ελ μερχαδο σποτ ρελστραρον υν χρεχιμμεντο δε 35%; ινχλυσο εστιμαβα θυε, δελ ινιχιο δε εσε α)ο α λα φεχηα,

λος πολ(μενεσ δε συσ οπεραχιονεσ σποτ εραν 50% μ(ς θυε λασ δελ α)ο αντεριορ.

(Εν λος πασαδοσ χινχο α)οσ, λασ διπισασ χομο χατεγορ(α δε αχιποσ ηαν λλεγαδο α συ μαμορ(α δε εδαδ(ε(πλιχα Νιχη Βεε-χροφτ, φαφε δε οπεραχιονεσ δε διπισασ εξτρανφερασ δε Στανδαρδ Χηαρτερεδ(. Αηορα ηαν μυχηα μ(ς αχιπιδαδ(, πορ παρτε δε λασ περσονασ θυε σε χυβρεν αχιτιψαμεντε ψ δε λος αδμινιστραδορεσ δε αχιποσ δε σπρασ χατεγορ(ασ θυε προπενδεν α προεχυπαρσε πορ λασ διπισασ μυχηηο μ(ς δε λο θυε σε προεχυπαβαν ηαχε χινχο α)οσ ψ νι θυ(δεχιρ δε ηαχε 10.(

Εντονχεσ, ελ μερχαδο χονσιστ(α εν γραν μεδιδα, δε λασ οπε-ραχιονεσ εντρε βανχοσ ψ αδεμ(ς λασ τεχνολογ(ασ θυε σε ιβαν ιντροδυχιενδο εσταβαν δισε)αδασ παρα ρεπλιχαρ εσα σιτωαχι(ν. Αλρεδεδορ δε 50% δε λασ οπεραχιονεσ εν διπισασ εξτρανφερασ σε εφεχτωαβαν μεδιαντε χονπερσαχιονεσ εντρε δοσ χοντραπαρτεσ ψ οτρο 35% πορ χορρεδορεσ δε ποζ, θυε (χασαβαν(λος πρεχιος δε πεντα ψ δε χομπρα σιν σαβερ θυι(ν ερα λα οτρα παρτε.

Ρευτερσ λανζ(συ πριμερ συστέμα δε πανταλλα εν 1982, ποσ-τεριορμεντε εν 1989, α)αδι(υνα πλαταφορμα δε χονπερσαχι(ν δισε)αδα παρα ιμιταρ λος ιντερχαμβιοσ τελεφ(νιχοσ δε λος ιντερ-μεδιarioσ. Εν 1992, ιντροδυφο υν συστέμα παρα χασορ λασ διπισασ εν πιπο, ελ χυαλ πρετενδ(α ρεπροδυχιρ ελ πατελ(θυε δεσεμπε)αβαν λος χορρεδορεσ δε ποζ. Λα πλαταφορμα δε ΕΒΣ παρα χασορ οπερα-χιονεσ δε διπισασ εμπεζ(α τραβαφαρ εν 1993, χυανδο λος βανχοσ θυιστερον φρεναρ ελ δεσαρρολλο δε Ρευτερσ παρα θυε νο τυπερα υνα ποσχι(ν δε μονοπολιο.

Λα λλεγαδα δε λος χορρεδορεσ ελεχτρ(νιχοσ παρα ελ μερχαδο ιντερβανχαριο βρινδ(α λος βανχοσ πεθυε)οσ, θυε αντεσ ηαβ(αν τενιδο ποχο αχχεσο α μεφορεσ πρεχιος, λα ποσιβιλιδαδ(δε νεγοχιαρ α λα παρ θυε λος βανχοσ γρανδεσ, εν ινυαλδαδ(δε χονδιχιονεσ γραχιασ α λα τρανσπαρενχια θυε οφρεχ(α λα πρεσενταχι(ν ελεχτρ(νιχα δε πρεχιος.

Αηορα, σ(λο αλγυνοσ χυαντοσ νεγοχιοσ εσπεχιαλιζαδοσ χοντι-ν(αν χον οπεραχιονεσ χον χορρεδορεσ δε ποζ, περο ελ γρυεσο δε

Encuesta de divisas, 2004

Γλοβαλ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο		Ιντερσιονιστασ ινστιτυχιοναλεσ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο		Βανχοσ Παρτιχιπαχι(ν δε μερχαδο	
Χομπα(α	%	Χομπα(α	%	Χομπα(α	%
ΥΒΣ	12.36	Δευτσχηε Βανκ	11.99	ΥΒΣ	19.09
Δευτσχηε Βανκ	12.18	ΥΒΣ	11.32	Δευτσχηε Βανκ	15.01
Χιτιγρουπ	9.37	Χιτιγρουπ	9.84	ΡΒΣ	5.95
ΘΠΜοργαν	5.78	ΘΠΜοργαν	6.83	Χιτιγρουπ	5.94
ΗΣΒΧ	4.89	Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	5.63	Δρεσδνερ Κλεινωορτ Ωασσερσταιν	5.70
Γολδμαν Σαχησ	4.54	ΗΣΒΧ	5.38	ΘΠΜοργαν	4.62
Βαρχλαψσ	4.08	Γολδμαν Σαχησ	5.22	Μερριλλ Λιμνηη	3.76
Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδιτ Συισσε	3.79	Μοργαν Στανλαιμ	4.72	Γολδμαν Σαχησ	3.14
ΡΒΣ	3.51	Μερριλλ Λιμνηη	4.24	Βαρχλαψσ	2.65
Μερριλλ Λιμνηη	3.49	Βαρχλαψσ	4.15	Δανσκε Βανκ	2.39

Φυεντε: Ευρομoneνγ.

λασ οπεραχιονεσ ιντερβανχαριασ φλυνε πορ λα πλαταφορμα δε Ρευτερσ ψ λα δε Ελεχτρονιχ Βροκινγ Σερπιχεσ.

Σιν εμβαργο, δεσδε εσα φεχηα, λoσ μερχαδοσ δε διπισασ εξτρανερρασ συφιερον οτρο σισμο θυε λα ηα χαμβιαδο: λα εξτενσι Γν δε λα τρανσπαρενχια δε πρεχιουσ αηορα λλεγα α χλιεντεσ θυε εστ(ν φυερα δελ μυνδο βανχαριο.

Πορ μεδιο δε υνα σεριε δε πλαταφορμασ δε λα ωεβ λoσ αδιμιστραδορεσ δε φονδοσ ψ λoσ φονδοσ δε χοβερτυρα, πορ εφεμπλο, πυεδεν περ δε ινμεδιατο υνα σεριε δε χοτιζαχιονεσ δε υν παρ δαδο δε μονεδασ ψ ρεαλιζαρ λα οπεραχι Γν ελλoσ μισμοσ. Εν αλγυνας πλαταφορμασ, λα χοντραπαρτε βιεν ποδρ(α σερ οτρο αδιμιστραδορ δε φονδοσ ο υν βανχο.

□Ελ μερχαδο ηα χαμβιαδο μ(σ εν λoσ πασαδοσ τρεσ α)οσ θυε εν λoσ σιετε αντεριορεσ □εξπλιχα θοην Νελσον, φαφε δε μερχαδοσ γλοβαλεσ δε διπισασ δε ΑΒΝ Αμρο□. Χον σ(λο γολπεαρ υνα τεχλα σε πυεδε ενπιαρ, πρ(χτιχαμεντε αλ ινσταντε, υνα τρανσαρχι Γν δε λα οφιχια δε υνα δε λασ παρτεσ παρα θυε σε παγυε εν λα οφιχια δε λα στρα□

Αηορα, λα πελοζ διφυσι Γν δε λoσ πρεχιουσ ηα νιπελαδο, εν γραν μεδιδα, ελ χαμπο δε φυεγο ψ ηα αμπλιαδο ελ αλχανγε δε λασ τρανσαρχιονεσ δε διπισασ μ(σ αλλ(δελ μερχαδο μεδυλαρ δε λoσ βανχοσ δε ινπερσι Γν.

□Εντονχεσ, λo θυε διστινγ(α α λoσ βανχοσ δε λoσ χλιεντεσ εσ θυε λoσ πριμεροσ ποδ(αν περ λoσ πρεχιουσ δε μερχαδο ρεαλεσ ψ λoσ σεγυνδοσ νο. Δεσπ(σ δε υν πελοζ απανχε, ηομ πυεδο περ λoσ πρεχιουσ δε μερχαδο φλυρ εν τιεμπο ρεαλ εν λα πανταλλα σοβρε μι εσχυριο □χομεντα θυστην Τρεννερ, διρεχτορ ερεχτυπο δε Χλιεντ-Κνοωλεδεγε, υνα εμπρεσα ινδεπενδιεντε δε ινπεστιγιαχι Γν□. Εστο φαχιλιτα ενορμεμεντε θυε λoσ γερεντεσ σοφιστιχαδοσ δε φονδοσ πυεδαν ιντερχαμβιαρ αχτιπαμεντε λασ διπισασ χομο υνα χατεγορ(α δε αχπασ□ λα διφυσι Γν πρ(χτιχαμεντε ινσταντ(νεα δε νοτιχιασ, δε δατοσ ψ δε ινφορμαχι Γν σοβρε πρεχιουσ ηα λλεπαδο α εσο θυε λoσ τε(ριχοσ δελ μερχαδο λλαμαν □εφιχηια□; εσ δεχιρ, υν πρεχιο εξαχτο εν υν μομεντο δαδο χυαλθυερα. Σιν εμβαργο, εστο ηα αφεχταδο λα φορμα χομο σε μυεπεν λoσ παρεσ δε μονεδασ.

Χηρισ Φυρνεσ, εστρατεγα γενεραλ δε δινερο δελ δεσπαχηο δε ασεσορεσ εχον Γμιχοσ 4Χαστ, εθυιαρ Γ(ελ αχυαλ χομπορταμειντο

δελ μερχαδο δε διπισασ χον υν χαρδυμεν εν ελ χυαλ τοδοσ λoσ πεχεσ χαμβιαν δε διρεχχι Γν αλ μισμο τιεμπο ψ διχε: □Αηορα σε οβσερπα υνα μαγορ χαντιδαδ δε ζιγζαγυεοσ δεντρο δε υνα τενδενχια θυε αντεσ, πορθυε τοδο ελ μυνδο ρεαρχιουα αντε λα μισμα νοτιχια αλ μισμο τιεμπο.□ Λα ραμφιχαχι Γν δε λoσ μοπιμειντοσ δε πρεχιουσ μ(σ δρ(στιχοσ α λo λαργο δε υν δ(α, σοβρε τοδο εν λoσ πασαδοσ δοσ α)οσ, εσ υνα μαγορ πολλαπλιδαδ γενεραλ.

□Ηαβιενδο αβσορβιδο λασ ινχερτιδυμβρεσ θυε γιραβαν εν τορνο α λα ιντροδυχχι Γν δελ ευρο ψ, α πεσαρ δε υνα χοντραρχι Γν εν λα χαντιδαδ δε ιντερμεδιαριοσ, αηορα εσταμοσ πασανδο πορ υν τιεμπο μυψ σαλυδαβλε παρα ελ μερχαδο□, εσ λo θυε οπινα Μαρκ Ροβσον, φαφε δε τεσορερ(α ε ινγερεσοσ φιφοσ δε Ρευτερσ.

Αυν χυανδο λασ νυεπασ οπορτυνιδαδεσ παρα ελ ιντερχαμβιο ηαν δαδο πορ ρεσυλταδο λα πρεσενχια δε νυεποσ φυγαδορεσ διρεχτοσ, α πεσαρ δε θυε ελ τερρενο δε φυεγο δε λoσ πρεχιουσ σε ηα νιπελαδο, ηαμ μυχηοσ βανχοσ πεθυε)οσ θυε ηαν θυεδαδο ρελεγαδοσ α λασ λ(νεασ λαπεραλεσ.

Ελλoσ ταμβι Γν ποδρ(αν σερ εσπεχιαλιστασ εν συ μονεδα ρειοναλ, περο ηαβιτυαλμεντε σε τρατα δε χλιεντεσ δε λoσ βανχοσ μ(σ γρανδεσ, πορθυε λα νυεπα ολα δε τεχνολογ(α παρα λασ οπεραχιονεσ ρεσυλτα συμαμεντε χοστοσα.

Λoσ ποχοσ βανχοσ θυε τιενεν μυχηο δινερο ηαν δεσαρρολλαδο πλαταφορμασ προπιασ παρα ελ ιντερχαμβιο ελεχτρ Γνιχο ψ λασ οπεραν χον Γξιτο, δε εστε μοδο, αυμενταν λoσ πολ(μενεσ θυε ιντερχαμβιαν ψ ουσ γαναχηιασ. Α συ πεζ, σε πυεδεν δαρ ελ λυφο δε οφρεχερ α λoσ χλιεντεσ προδυχτοσ ηεχηοσ α λα μεδιδα, λoσ χυαλεσ αηορα σον λα νορμα.

Θοε Νοπιελλο, διρεχτορ γενεραλ δε ινφορμαχι Γν δε λα πλαταφορμα εν λ(νεα ε-σπεεδ δε Χαντορ Φιτζεραλδ, θυε σε εξπανδι Γ(ελ α)ο πασαδο παρα οφρεχερ ελ χαμβιο δε διπισασ διχε: □Λα ιντενσα χομπετενχια θυε εξιστε δεντρο δε εστε εσπαchio σιγνιφια θυε τοδο ελ μυνδο τρατα δε διστινγυρισε πορ μεδιο δε λoσ προδυχτοσ ηεχηοσ α λα μεδιδα.□

Φυεντε: Εξτραχο τομαδο δε θενινφερ Ηυηγεσ, *Φιναγχιαλ Τιμεσ*, ρεπορτε εσπεχιαλ:

□Φορεγν εξχηανγε□, 27 δε μαγο δε 2004, π. 2.

Φονδοσ δε χοβερτυρα Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο		Χομερχιο-ε, πλαταφορμασ προπιεταριασ Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο		Χομερχιο-ε, πλαταφορμασ χομπαρτιδασ πορ μυλτιβανχοσ Παρτιχηιαχι Γν δε μερχαδο	
Χομπα)α	%	Χομπα)α	%	Χομπα)α	%
Δευτσχηε Βανκ	16.42	ΥΒΣ	34.91	ΦΞαλλ	47.22
ΥΒΣ	11.70	Δευτσχηε Βανκ	25.08	ΦΞ Χοννεχτ	35.66
Γρυπο ΧΣΦΒ/Χρεδι Συισσε	8.68	Δρεσδνερ Κλεινωορτ Ωασσερσταιν	7.08	ΕΒΣ Τραδερ ον Βλοομβεργ	6.40
Χιτιγρουπ	8.26	Βαρχλαψ	4.69	ΗοτσοποτΦξι	4.66
ΘΠΜοργαν	7.33	Χιτιγρουπ	4.52	Χυρρενεξ	2.81
Γολδμαν Σαχησ	5.52	ΘΠΜοργαν	3.94	Σαξο Τραδερ	1.58
ΗΣΒΧ	5.48	Γολδμαν Σαχησ	2.51	ΒυμΦΕ	0.45
Μοργαν Στανλιν	4.24	ΣΕΒ	2.48	ΚΦΕ Διρεχτ	0.32
Μερριλλ Λινγχι	3.82	ΑΒΝ Αμρο	2.35	360 Τρασαυρη Συστεμοσ	0.30
ΑΒΝ Αμρο	3.62	ΗΣΒΧ	2.13	Ρευτερσ Δεαλιγγ 3000 Διρεχτ	0.27

ILUSTRACIÓN 5.3

Promedio de la rotación diaria de divisas por instrumento y contraparte

Ινστρyμνεντο/χοντραπαρτε	Ροταχι Γν εν δ Γλαρεσ δε ΕΥ (μυλλονεσ)	Πορχενταφε
<i>Σποτ</i>	<i>3621 073</i>	<i>35</i>
Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν	300 399	17
Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ	212 529	12
Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ	107 552	6
<i>Φορωαρδσ διρεχτοσ</i>	<i>208 333</i>	<i>12</i>
Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν	72 833	4
Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ	79 897	5
Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ	55 603	3
<i>Σωαπο δε διωσιασ</i>	<i>943 869</i>	<i>53</i>
Χον αγεντεσ θυε ρεπορταν	562 293	32
Χον σπρασ ινστιτυχιονεσ φινανχιερασ	292 928	17
Χον χλιεντεσ νο φινανχιεροσ	88 648	5
Τοταλ	Ξ1 773 275	100

Νοτα: Λα ροταχι Γν εν νετα δελ δοβλε χοντεο εντρε αγεντεσ λογαλεσ ψ εντρε παΐσεα. Λοσ χομπονετεσ νο σιεμπρε συμαν δεβιδο α.λ.ι δεσχομοποσχι Γν ινχομπλετα δε λιασ χοντραπαρτεσ. Λοσ φιλταντεσ εστιμαδοσ εν λοσ ρεπορτεσ πορ 106 725 μυλλονεσ δε δ Γλαρεσ ηαχεν θυε ελ τοταλ σεα δελ ορδεν δε 1 880 μυλ. μυλλονεσ δε δ Γλαρεσ, λ.ι χιφρα εστιμαδα δελ προμεδιο δε ροταχι Γν διαρια.

Φυεντε: Ταβυλαδο δε δατοσ δε ταβλα Ε.1 δε *Τρεννιαλ Χεντραλ Βανκ Συρρεπυ*, Βανκ φορ Ιντερνατιοναλ Σεττλεμεντοσ, Βασιλεα, μαρζο δε 2005.

tadounidense y el peso mexicano o el dólar canadiense el pago sólo toma un día laborable.¹ De acuerdo con las estadísticas del Bank for International Settlements el intercambio de divisas en el mercado spot ascendió al 35% del total de intercambio de divisas durante 2004. La ilustración 5.3 muestra un análisis detallado de la rotación de las divisas por instrumento y contraparte.

Cotizaciones de tipo spot

Las cotizaciones del **tipo de cambio spot** se pueden presentar en términos directos o indirectos. Para comprender esta diferencia, refirámonos a la ilustración 5.4. Ésta muestra las cotizaciones de divisas presentadas por los intermediarios bancarios de Reuters y otras fuentes, a las 4:00 p.m. hora del este de Estados Unidos, el miércoles 2 de marzo y el jueves 3 de marzo de 2005. Las primeras dos columnas contienen las **cotizaciones directas** desde la perspectiva de Estados Unidos; es decir, el precio, en dólares estadounidenses, de una unidad de la divisa extranjera. Por ejemplo, el jueves, la cotización spot de la libra británica era de 1.9077 dólares estadounidenses. (Las cotizaciones de contratos de forwards a uno, tres y seis meses que analizaremos en la siguiente sección, aparecen directamente debajo de las cotizaciones spot de cuatro monedas). Las siguientes dos columnas presentan las **cotizaciones indirectas**, desde la perspectiva de Estados Unidos; es decir, el precio de un dólar estadounidense en la moneda extranjera. Por ejemplo, en la tercera columna observamos que, el jueves, la cotización spot de un dólar era de 0.5242 libras esterlinas británicas. Es evidente que la cotización directa desde la perspectiva de Estados Unidos es una cotización indirecta desde el punto de vista británico y, viceversa, la cotización indirecta desde la perspectiva estadounidense es una cotización directa desde el punto de vista británico.

Una práctica común de los intermediarios de divisas de todo el mundo es determinar el precio de las monedas frente al dólar de Estados Unidos y cambiarlas en consecuencia. Por ejemplo, las estadísticas del BIS indican que, en 2004, 89% de los cambios mundiales de divisas involucró al dólar en uno de los extremos de la transacción. No obstante, en años recientes, la utilización de otras monedas ha aumentado, especialmente para las operaciones realizadas por bancos regionales más pequeños. Por ejemplo, en 2004, 37% del total del cambio mundial de divisas involucró al euro en uno de los extremos de la transacción. Por cuanto se refiere a otras monedas sólidas, 20% involucró al yen japonés, 17% a la libra británica, 6% al franco suizo y 4% al dólar canadiense. La ilustración 5.5 presenta un análisis detallado de la rotación de divisas por moneda.

Casi todas las monedas que hay en el mercado interbancario se cotizan en **términos europeos**; es decir, el precio del dólar estadounidense se establece en términos de la otra divisa (una

¹ El mercado de billetes para convertir pequeñas cantidades de divisas con el que los viajeros están familiarizados no es lo mismo que el mercado spot.

ILUSTRACIÓN 5.4

Tipos de cambio

Tipos de cambio

3 μαρζο, 2005

Λοσ τιποσ δε χαμβιο α μεδιανο πλαζο δε λοσ διτισσοσ θυε σε ενυμεραν α χοντινυαχι Γν σε ρεφιερεν α λοσ χαμβιοσ εντρε βανχοσ, εν μοντοσ δε υν μιλλ Γν δε δ Γλαρεσ ο μζσ, χοτιζαδασ α λοσ 4 π.μ., ηορα δελ εστε δε Εσταδοσ Υνιδοσ, πορ Ρευτερσ ψ οτρασ φυεντεσ. Λοσ οπεραχιονεσ μινοριστασ εντρεγαν μενοσ υνιδαδεσ δε υνα διτισσα πορ δ Γλαρ.

Παίσ	Εθυπωαλεντε ΥΣΞ		Διτισσα πορ ΥΣΞ	
	Θυεποσ	Μί Γχολεσ	Θυεποσ	Μί Γχολεσ
Αργεντινα (πεσο) ψ	.3388	.3383	2.9516	2.9560
Αυστραλία (δ Γλαρ)	.7830	.7836	1.2771	1.2762
Βασηρεν (διναρ)	2.6525	2.6524	.3770	.3770
Βρασίλ (ρεαλ)	.3735	.3791	2.6774	2.6378
Χαναδζ (δ Γλαρ)	.8037	.8068	1.2442	1.2395
Φοροαρδ 1 μεσ	.8037	.8069	1.2442	1.2395
Φοροαρδ 3 μεσεσ	.8043	.8074	1.2433	1.2385
Φοροαρδ 6 μεσεσ	.8057	.8088	1.2412	1.2364
Χηίλε (πεσο)	.001690	.001699	591.72	588.58
Χηινα (ρενμινβι)	.1208	.1208	8.2765	8.2765
Χολομβια (πεσο)	.0004267	.0004295	2343.57	2328.29
Ρεπ Γβλιχα Χηεχα (χορονα)				
Τιπο χομερχιαλ	.04432	.04431	22.563	22.568
Διναμαρχα (χορονα)	.1761	.1765	5.6786	5.6657
Εχουαδορ (δ Γλαρ ΕΥ)	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Εγίπτο (λιβρα)-ψ	.1722	.1722	5.8089	5.8062
Ηονγ Κογγ (δ Γλαρ)	.1782	.1282	7.8003	7.8003
Ηυνγρία (φοριντ)	.005406	.005421	184.98	184.47
Ινδία (ρουπα)	.02290	.02290	43.668	43.668
Ινδονεσια (ρουπα)	.0001076	.0001078	9.294	9.276
Ισραελ (σηκελ)	.2304	.2307	4.3403	4.3346
Θαπ Γν (ψεν)	.009498	.009554	105.29	104.67
Φοροαρδ 1 μεσ	.009521	.009576	105.03	104.43
Φοροαρδ 3 μεσεσ	.009569	.009627	104.50	103.87
Φοροαρδ 6 μεσεσ	.009651	.009709	103.62	103.00
Θορδανια (διναρ)	1.4114	1.4104	.7085	.7090
Κυωατ (διναρ)	3.4247	3.4245	.2920	.2920
Λίβανο (λιβρα)	.0006605	.0006605	1.514.00	1.514.00
Μαλασσια (ρουγγιτ)-β	.2632	.2632	3.7994	3.7994

Παίσ	Εθυπωαλεντε ΥΣΞ		Διτισσα πορ ΥΣΞ	
	Θυεποσ	Μί Γχολεσ	Θυεποσ	Μί Γχολεσ
Μαλα (λιρα)	3.0431	3.0491	.3286	.3280
Μί ξιχο (πεσο)				
Τιπο φλοταντε	.0899	.0902	11.1185	11.0852
Νυεπα Ζελανδία (δ Γλαρ)	.7272	.7268	1.3751	1.3759
Νορνεγα (χορονα)	.1595	.1600	6.2696	6.2500
Παθουιστ(ν (ρουπια)	.01685	.01685	59.347	59.347
Περ Γ (νυεπο σολ)	.3066	.3065	3.2616	3.2626
Φίλπινισ (πεσο)	.01822	.01827	54.885	54.735
Πόλωνια (ζλοπ)	.3333	.3334	3.0003	2.9994
Ρυσια (ρμβλο)-α	.03606	.03605	27.732	27.739
Αραβια Σαουδία (ριναλ)	.2667	.2666	3.7495	3.7509
Σινγαπυρ (δ Γλαρ)	.6140	.6152	1.6287	1.6255
Ρεπ. Εσλοσποθια (χορονα)	.03462	.03470	28.885	28.818
Συδζφριχα (ρανδ)	.1676	.1694	5.9666	5.9032
Χορεα δελ Συρ (ωον)	.0009935	.0009926	1.006.54	1.007.46
Συεχια (χορονα)	.1450	.1448	6.8966	6.9061
Συιζα (φραγγο)	.8470	.8520	1.1806	1.1737
Φοροαρδ 1 μεσ	.8485	.8534	1.1786	1.1718
Φοροαρδ 3 μεσεσ	.8517	.8568	1.1741	1.1671
Φοροαρδ 6 μεσεσ	.8573	.8623	1.1665	1.1597
Ταιω(ν (δ Γλαρ)	.03254	.03252	30.731	30.750
Ταιλανδία (βαητ)	.02600	.02608	38.462	38.344
Τυρθία (νυεπα λιρα)-δ	.7800	.7785	1.2820	1.2845
Ρεινο Υνιδο (λιβρα)	1.9077	1.9135	.5242	.5226
Φοροαρδ 1 μεσ	1.9044	1.9101	.5251	.5235
Φοροαρδ 3 μεσεσ	1.8983	1.9038	.5268	.5253
Φοροαρδ 6 μεσεσ	1.8904	1.8959	.5290	.5275
Ρεπ. Τραβε Υνιδα (δριηαμ)	.2723	.2723	3.6724	3.6724
Υργγουαμ (πεσο)				
Φινανχιερο	.03900	.03910	25.641	25.575
ζενεζυελα (βολίπαρ)	.000466	.000521	2.145.92	1.919.39
ΔΕΓ	1.5248	1.5238	.6558	.6563
Ευρο	1.3112	1.3136	.7627	.7613

Λοσ δερεχηροσ εσπεχιαλεσ δε γιρο (ΔΕΓ) σε βασαν εν λοσ τιποσ δε χαμβιο δε λοσ μονεδασ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, Γραν Βρεταία ψ Θαπ Γν. Φυεντε: Φονδο Μονεταριο Ιντερνασιοναλ.
α. Τιπο δελ Βανχο Χανγρλ δε Ρυσια, β. Τιπο δελ γοβιερνο, δ. Ρεβασαδο ελ 1 δε ενερο δε 2005, ψ τιπο φλοταντε.

Φυεντε: *Τηε Οαίλ Σπρετ Σουρναλ*, 4 δε μαρζο δε 2005, π. Β6. Ρεπροδυχιδο χον αυτορριζα Γν δε *Τηε Οαίλ Σπρετ Σουρναλ*, ♣ 2005 Λοισ Θονεσ & Χομπανμ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηροσ μινδαλεσ ρεσπεταδοσ.

cotización indirecta desde la perspectiva de Estados Unidos). No obstante, por convención, una práctica común es determinar el precio de ciertas monedas en términos del dólar estadounidense, o lo que se conoce como en **términos estadounidenses** (una cotización directa desde la perspectiva de Estados Unidos). Antes de 1971, la libra británica no era una moneda decimal; es decir, la libra no se podía dividir naturalmente entre 10 subunidades de moneda. Por lo tanto, era muy latoso determinar el precio de monedas decimales en términos de la libra. Por necesidad, se desarrolló la práctica de determinar el precio de la libra británica, así como del dólar australiano y el dólar neozelandés, en términos de monedas decimales y esta convención perdura hasta la fecha. Cuando se introdujo la moneda común del euro, se decidió que también se cotizaría en términos estadounidenses. Para los novatos todo esto puede parecer muy enredado, pero es algo que deben tener en mente cuando estudien las cotizaciones de las monedas.

En este libro emplearemos la siguiente notación para las cotizaciones de los tipos spot. En general, $S(j/k)$ se entenderá como el precio de una unidad de la moneda k en términos de la moneda j . Por lo tanto, en la ilustración 5.4, la cotización (en términos estadounidenses) de la libra británica (RU) el jueves 3 de marzo es $S(\$/\text{£}) = 1.9077$. La cotización europea correspondiente es $S(\text{£}/\$) = 0.5242$. Cuando el contexto de los términos de la cotización esté claro, entonces utilizaremos la inocua S para denotar el tipo spot.

ILUSTRACIÓN 5.5

Promedio de la rotación diaria de divisas por moneda frente a todas las demás monedas

Μονεδα	Ροταχι Γν εν δ (Γλαρες δε ΕΥ (μλλονες)	Πορχενταφε
Δ Γλαρ δε Εσταδος Υνιδος	Ξ1 572 918	89
Ευρο	659 361	37
Ψεν φαπον Γ σ	359 231	20
Λιβρα εστερλινα	299 417	17
Φρανχο σιζο	107 705	6
Δ Γλαρ αυστραλιανο	97 123	6
Δ Γλαρ χαναδιενσε	74 573	4
Οτρασ μονεδασ	376 222	21
Τοταλ: χονταδο δοβλε	Ξ3 546 550	200
Τοταλ: νο χονταδο δοβλε	Ξ1 773 275	100

Νοτα: Δαδο θυε εν υνα τρανσαρχι Γν παρτιχιπαν δος παρτες, χαδα μονεδα σε πρεσεντα δος πεχεσ. Λα ροταχι Γν εσ ελ ιμπορτε νετο δελ δοβλε χοντεο δε λασ τρανσαρχιωνες λοχαλεσ ε ιντερναχιοναλεσ. Λοσ φαλιταντες εστιμαδος δε λοσ ρεπορτες πορ 106 725 μλλονες αρροφαν υν τοταλ απροξιμαδο δε 1 880 000 μλλονες δε δ Γλαρες, λα χιφρα εστιμαδα δε λα ροταχι Γν προμεδιο διαρια.
Φοεντε: Τοβλιδαο δε δατος ρεχισραδος εν λα ταβλα Ε.1 δε Τριεννιαλ Χεντραλ Βανκ Συρσεχι, Βανκ φορ Ιντερναχιοναλ Σετλε-μεντο, Βασίλα, μαρζο δε 2005.

La intuición nos dice que las cotizaciones en términos estadounidenses y europeos son recíprocas; es decir:

$$S(\$/\pounds) = \frac{1}{S(\pounds/\$)} \quad (5.1)$$

$$1.9077 = \frac{1}{0.5242}$$

y

$$S(\pounds/\$) = \frac{1}{S(\$/\pounds)} \quad (5.2)$$

$$0.5242 = \frac{1}{1.9077}$$

Diferencial entre el precio de compra y el de venta

Hasta este punto de nuestra explicación, no hemos hablado del diferencial entre el precio de compra y de venta en las operaciones de divisas. Los operadores interbancarios de divisas compran monedas para sus inventarios al **precio de venta** y las venden de su inventario a un **precio** más alto de **oferta** o **precio de compra**. Piense en las cotizaciones de Reuters de la ilustración 5.4. ¿Cuáles son los precios de venta o de compra? Por decirlo así, son las dos cosas, esto depende si se refiere a las cotizaciones en términos europeos o estadounidenses. Note en las palabras que están directamente bajo el título *Divisas*. La clave para nuestra pregunta es la oración que dice: “Las operaciones minoristas entregan menos unidades de una divisa extranjera por dólar.” La palabra “entregan” implica que las cotizaciones de la tercera y cuarta columnas bajo el título “Divisa por US\$” son para la compra, es decir las cotizaciones de compra. Por lo tanto, las cotizaciones en términos europeos son precios de compra interbancarios.

Para ser más concretos sobre la cotización $\pounds/\$$ que hemos utilizado de ejemplo, podemos especificar que se trata de un precio de compra al escribir $S^b(\pounds/\$) = 0.5242$, lo que quiere decir que el intermediario bancario cotizará o pagará 0.5242 por un dólar de Estados Unidos. De otra parte, si el intermediario bancario compra dólares con libras esterlinas, seguramente vende libras esterlinas por dólares estadounidenses. Esto implica que la cotización $S^a(\$/\pounds) = 1.9077$ del ejemplo utilizado es un precio de venta, que podemos designar como $S^a(\$/\pounds) = 1.9077$. Es decir, el intermediario bancario venderá una libra británica por 1.9077 dólares.

Volviendo a la relación de reciprocidad entre las cotizaciones en términos europeos y estadounidenses, reconocer este diferencial entre el precio de compra y de venta implica:

$$S^a(\$/\pounds) = \frac{1}{S^b(\pounds/\$)} \quad (5.3)$$

En términos de Estados Unidos, el intermediario bancario pide 1.9077 dólares por una libra británica, es decir, que el intermediario está dispuesto a pagar u ofrecer menos. Los márgenes interbancarios entre el precio de venta y de compra son bastante pequeños. Supongamos que

el precio de compra es 0.0005 menos que el de venta, por lo tanto $S^b(S/\$)$ 1.9072. Por otra parte, el intermediario bancario querrá un precio de venta en términos europeos más alto que el precio de compra. La relación de reciprocidad entre las cotizaciones en términos europeos y estadounidenses implica que:

$$S^a(\$/\text{£}) = \frac{1}{\frac{1}{1.9072} - 0.0005} = 0.5243 \tag{5.4}$$

Por lo tanto, el precio de venta del intermediario bancario de 0.5243 libras por dólar de Estados Unidos de hecho es más alto que el precio de compra de 0.5242 libras.

La tabla siguiente resume la relación de reciprocidad entre las cotizaciones de precios de compra y de venta en términos estadounidenses y europeos.

	Χομπρα	ζεβτα
$S(\text{£}/\$)$	1.9072 ρεχι προχα εσ τηυαλ α	1.9077 ρεχι προχα εσ τηυαλ α
$S(\$/\text{£})$	0.5242	0.5243

Note que en cada renglón las cotizaciones se refieren a la compra o la venta de la moneda del denominador, en el primer renglón libras y en el segundo dólares.

Operaciones de divisas spot

El análisis de la ilustración 5.4 muestra que, en el caso de la mayoría de las monedas, las cotizaciones se presentan hasta con cuatro decimales, tanto en términos estadounidenses como en europeos. No obstante, en el caso de algunas monedas (por ejemplo, el yen japonés, la corona eslovaca, el won sudcoreano) las cotizaciones en términos europeos sólo ocupan dos o tres lugares decimales, pero en términos estadounidenses, las cotizaciones podrían ocupar hasta siete lugares decimales (véase, por ejemplo, la libra libanesa).

En el mercado interbancario, el tamaño estándar de la transacción de las monedas más sólidas entre bancos grandes es por un monto equivalente a 10 millones de dólares, cantidad que en la jerga de los intermediarios se maneja como “diez dólares”. Los intermediarios cotizan tanto el precio de compra como el de venta, dispuestos a comprar o vender hasta 10 millones al precio cotizado. Las cotizaciones spot sólo son válidas durante unos segundos. Si el operador no se decide inmediatamente a comprar o a vender a los precios mencionados, entonces es probable que esas cotizaciones ya no sirvan.

En la conversación, los corredores interbancarios de divisas utilizan abreviaturas para expresar las cotizaciones spot de las monedas. Piense en la cotización compra-venta de $\$/\text{£}$ del ejemplo anterior, \$1.9072-\$1.9077. Dicen que “1.90” es la *cifra grande* y, presuntamente, la conocen todos los intermediarios. Los dos dígitos a la derecha del punto decimal se conocen como la cifra pequeña. Dado que el diferencial entre los precios de compra y de venta de la libra esterlina británica suelen ser del orden de cinco “puntos”, no hay duda cuando un intermediario responde “72-77” cuando le piden su cotización de la libra esterlina. Asimismo, “97 a 02” es suficiente respuesta para una cotización de \$1.9097-\$1.9102, en cuyo caso la cifras mayores son 1.90 y 1.91 respectivamente para las cotizaciones del precio de compra y de venta.

La determinación del diferencial entre el precio de compra y el de venta facilitará la adquisición o la disposición de inventario. Suponga que la mayoría de los intermediarios de $\$/\text{£}$ operan a \$1.9072-\$1.9077. El intermediario que piensa que la libra no tardará en apreciarse sustantivamente frente al dólar querrá adquirir un inventario más grande de libras británicas. Una cotización de “73-78” llevará a algunos intermediarios a vender a un precio más alto que el precio de compra del mercado, pero también disuadirá a otros de comprar al precio de compra más alto. Asimismo, una cotización de “71-76” permitirá que un intermediario disminuya su inventario de libras si piensa que la libra está a punto de depreciarse.

El diferencial entre el precio de compra-venta al menudeo es más amplio que el interbancario; es decir, los precios de compra más bajos y los precios de venta más altos se aplican a los montos más pequeños que se intercambian en el ámbito minorista. Esto es necesario para

sufragar los costos fijos de una transacción que existen independientemente del estrato en el que se realice la operación.

Los pisos de operaciones interbancarias por lo general se organizan con intermediarios individuales que hacen operaciones en una moneda particular. Los pisos de operaciones de los grandes bancos se organizan de modo que los intermediarios hacen transacciones frente al dólar estadounidense y todas las monedas fuertes: el yen japonés, el euro, el dólar canadiense, el franco suizo y la libra británica, además de la moneda local si no es una de las sólidas. Algunos bancos también se pueden especializar al hacer mercado en monedas nacionales o en monedas de países menos desarrollados, en este caso también, todas frente al dólar estadounidense. Además, los bancos normalmente tienen una mesa para cambios cruzados, en la cual se manejan los intercambios de dos monedas, ambas distintas al dólar estadounidense. No es raro que un intermediario de un par de monedas activas llegue a hacer hasta 1 500 cotizaciones y 400 operaciones en un día.² En los bancos europeos más pequeños, acostumbrados a operaciones más regionales, los intermediarios muchas veces cotizan y operan frente al euro.

Cotizaciones de cambios cruzados

Por el momento, olvidemos los costos de transacción mientras desarrollamos el concepto de un cambio cruzado. Un **tipo de cambio cruzado** es aquel referido a un par de monedas distintas al dólar estadounidense. El cambio cruzado se calcula al tomar el tipo de cambio del dólar de Estados Unidos frente a las dos monedas, mediante las cotizaciones en términos estadounidenses o europeos. Por ejemplo, el cambio cruzado de $\text{€}/\text{£}$ se puede calcular a partir de las cotizaciones en términos estadounidenses de la manera siguiente:

$$S(\text{€}/\text{£}) = \frac{S(\text{\$/£})}{S(\text{\$/€})} \quad (5.5)$$

donde, a partir de la ilustración 5.4,

$$S(\text{€}/\text{£}) = \frac{1.9077}{1.3112} = 1.4549$$

Es decir, si 1.00 libra cuesta 1.9077 dólares y 1.00 euro cuesta 1.3112, el costo de 1.00 libra en euros será de 1.4549 euros. En términos europeos, el cálculo será

$$S(\text{€}/\text{£}) = \frac{S(\text{€}/\text{\$})}{S(\text{£}/\text{\$})} = \frac{0.7627}{0.5242} = 1.4550 \text{ por redondeo de } 1.4549. \quad (5.6)$$

De otra parte

$$S(\text{£}/\text{€}) = \frac{S(\text{\$/€})}{S(\text{\$/£})} = \frac{1.3122}{1.9077} = 0.6873 \quad (5.7)$$

<http://money.cnn.com/markets/currencies>

Este subsitio de CNN y el sitio web de la revista *Money* ofrecen un convertidor de monedas. Por ejemplo, utilice el convertidor para calcular los cambios cruzados corrientes de $S(\text{€}/\text{£})$ y de $S(\text{£}/\text{€})$.

y

$$S(\text{£}/\text{€}) = \frac{S(\text{£}/\text{\$})}{S(\text{€}/\text{\$})} = \frac{0.5242}{0.7627} = 0.6873 \quad (5.8)$$

Las ecuaciones 5.5 a 5.8 implican que dadas N monedas, es posible calcular una matriz triangular de los cambios cruzados de $N(N-1)/2$. *The Wall Street Journal* publica todos los días 21 cambios cruzados para todos los pares de combinaciones de siete monedas que son presentadas como $S(j/k)$ y $S(k/j)$. La ilustración 5.6 presenta un ejemplo de la tabla del jueves 3 de marzo de 2005.

² Estas cifras se obtuvieron en una conversación con el gerente de la oficina de intercambio de divisas a tipo de cambio spot de la sucursal de Nueva York del UBS.

ILUSTRACIÓN 5.6

Cambios cruzados de monedas clave

	Δίλαρ	Ευρο	Λίβρα	Φρανκο Σ	Πεσο	Ψεν	Δίλαρ χαναδιενσε
Χαναδζ	1.2442	1.6315	2.3736	1.0539	.11191	.01182	□
Θαπίν	105.29	138.05	200.85	89.177	9.469	□	84.618
Μίξιχο	11.1185	14.5786	21.211	9.4174	□	.10560	8.9360
Σουζα	1.1806	1.5481	2.2523	□	.10619	.01121	.9489
Ρεινο Υνιδο	.52420	.6873	□	.4440	.04715	.00498	.42129
Ευρο	.76270	□	1.4549	.64597	.06859	.00724	.61295
Εσταδος Υνιδος	□	1.3112	1.9077	.84700	.08994	.00950	.80370

Οπεραχιονεσ δε λα ταρδε δελ φουεσ 3 δε μαρζο δε 2005 εν Νυεπα Φορκ.

Φουεντε: *Τηλε Ωλλι Σπρεετ Θουρνάλ*, 4 δε μαρζο δε 2005, π. Β6. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι ν δε *Τηλε Ωλλι Σπρεετ Θουρνάλ*, ▼ 2005 Δοω Θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

Expresiones alternativas de los cambios cruzados

Para algunos efectos, es más fácil pensar que los cambios cruzados se calculan como producto de un tipo de cambio en términos estadounidenses y un tipo de cambio en términos europeos, en lugar de hacerlo como el cociente de dos tipos de cambio en términos estadounidenses y dos europeos. Por ejemplo, si sustituimos $S(\$/\text{€})$ por $1/S(\text{€}/\$)$ podremos volver a escribir la ecuación 5.5 como:

$$S(\text{€}/\text{£}) \quad S(\$/\text{£}) \quad S(\text{€}/\$) \quad (5.9)$$

$$1.9077 \quad 0.7627$$

$$1.4550$$

En términos generales,

$$S(j/k) \quad S(\$/k) \quad S(j/\$) \quad (5.10)$$

Y si tomamos las recíprocas de los dos lados de la ecuación 5.10 tendremos

$$S(k/j) \quad S(k/\$) \quad S(\$/j) \quad (5.11)$$

Nótese que los signos \$ se cancelan en la ecuación 5.10 y en la 5.11.

La mesa de operaciones de cambios cruzados

Antes, en este mismo capítulo, dijimos que la mayor parte de las operaciones interbancarias pasan por el dólar. Suponga que el cliente de un banco quiere cambiar sus libras inglesas a francos suizos. En la jerga de los intermediarios, un intercambio así, que no involucra al dólar, se llama cambio de **moneda a moneda**. El banco con frecuencia (o de hecho) manejará esta operación de su cliente al vender libras británicas a cambio de dólares de Estados Unidos y, a continuación, vender los dólares a cambio de francos suizos. A primera vista esto puede parecer ridículo. ¿Por qué no vender simplemente las libras británicas directamente a cambio de francos suizos? Para responder la pregunta volvamos a la ilustración 5.6 de los cambios cruzados. Supongamos que la moneda del país del banco fuera una de las siete monedas de la ilustración y que éste hiciera mercado en las otras seis monedas. El piso de operaciones del banco normalmente se organizará con seis mesas de operaciones, cada una de ellas para efectuar intercambios con una de las monedas diferente al dólar frente al dólar estadounidense. Al operador sólo le interesa hacer mercado en su moneda distinta al dólar frente al dólar. Sin embargo, si cada una de las siete monedas fuera cambiada directamente por las otras, la sala de operaciones tendría que dar cabida a 21 mesas de operaciones. Peor aún, los intermediarios individuales se tendrían que encargar de hacer mercado en varios pares de monedas, por decir el $\text{€}/\text{€}$, $\text{€}/\text{£}$ y el $\text{€}/\text{FS}$, en lugar de sólo el $\text{€}/\text{€}$. Como señala Grabbe (1996), esto entrañaría tal complejidad de información que sería prácticamente imposible de manejar.

Los bancos manejan operaciones de moneda frente a moneda, tal como en el caso del cliente del banco que quiere cambiar sus libras inglesas por francos suizos, en la mesa de cambios cruzados. Recuerde de la ecuación 5.10 que una cotización $S(\text{FS}/\text{£})$ se puede obtener del producto de $S(\$/\text{£})$ y $S(\text{FS}/\$)$. Si reconocemos los costos de transacción ello implica que tendremos que volver a escribir la ecuación 5.10 como:

$$S^b(\text{FS}/\text{£}) \quad S^b(\$/\text{£}) \quad S^b(\text{FS}/\$) \quad (5.12)$$

El banco cotizará a su cliente un precio de compra, para que compre las libras británicas, en términos de francos suizos que se determina al multiplicar el precio de compra del término estadounidense de libras británicas y el precio de compra del término europeo (de dólares estadounidenses) expresado en francos suizos.

Si tomamos los recíprocos de la ecuación 5.12 tendremos:

$$S^a(£/FS) \quad S^a(£/\$) \quad S^a(\$/FS) \tag{5.13}$$

la cual es análoga a la ecuación 5.11. En términos de nuestro ejemplo, la ecuación 5.13 dice que el banco podría ofrecer a su cliente la cotización de un precio de venta de francos suizos en términos de libras británicas, que se determina por medio de la multiplicación del precio de venta de su término europeo (a cambio de dólares de Estados Unidos) expresado en libras británicas al tenor de su precio de venta del término estadounidense para los francos suizos.

EJEMPLO 5.2

Cómo calcular el diferencial entre el precio de compra y el de venta de un cambio cruzado. Supongamos, al igual que antes, que los precios de compra-venta de $\$/£$ son $\$1.9072-\1.9077 y que los precios de compra-venta de $£/\$$ son $£0.5242-£0.5243$. También supongamos que los precios de compra-venta de $\$/€$ son $\$1.3108-\1.3112 y los precios de compra-venta de $€/€$ son $€0.7627-€0.7629$. Estos precios de compra-venta y la ecuación 5.12 implican que $S^b(€/£) = 1.9072 \times 0.7627 = 1.4546$. El recíproco de $S^b(€/£)$ implica que $S^a(£/€) = 0.6875$. Análogamente, la ecuación 5.13 sugiere que $S^a(€/£) = 1.9077 \times 0.7629 = 1.4554$ y su recíproco implica que $S^b(£/€) = 0.6871$. Es decir, los precios de compra-venta de $€/£$ son $€1.4546-€1.4554$ y los precios de compra-venta de $£/€$ son $£0.6871-£0.6875$. Nótese que los diferenciales de los precios de compra-venta de los cambios cruzados son mucho más amplios que los diferenciales de la compra-venta estadounidense o europea. Por ejemplo, el diferencial de la compra-venta de $€/£$ es $€0.0008$ en comparación con un diferencial del $€/€$ de $\$0.0002$. El diferencial de la compra-venta de $£/€$ es $£0.0004$ en comparación con el diferencial de $\$/€$ de $\$0.0004$, o sea una diferencia considerable pues la libra inglesa tiene un precio de cerca de dos dólares. La implicación es que los tipos de cambio cruzados *implícitamente* incorporan los diferenciales de compra-venta de las dos operaciones que se necesitan para cambiar una moneda distinta al dólar por otra. Por lo tanto, aun cuando un banco haga un mercado directo en una moneda distinta al dólar frente a otra, el cambio de hecho pasa por el dólar, porque el tipo de cambio de "moneda frente a moneda" es congruente con un tipo de cambio cruzado calculado a partir de los tipos de cambio de las dos monedas frente al dólar. La ilustración 5.7 contiene una presentación más detallada de las operaciones de cambio cruzadas.

ILUSTRACIÓN 5.7 Operaciones de divisas con cambios cruzados

Χοτζαχιονες βανχαριας	Τίρμινοσ Εσταδοσ Υνιδοσ		Τίρμινοσ ευροπεοσ	
	Χομπρα	ζεντα	Χομπρα	ζεντα
Λιβροσ ινγλεσασ	1.9072	1.9077	0.5242	0.5243
Ευροσ	1.3108	1.3112	0.7627	0.7629
<p>α) Ελ χλιεντε δελ βανχο θυιερε πενδερ ≤1 000 000 παρα χομπραρ ευροσ. Ελ βανχο πενδερ(δίλαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ (χομπραρ(λιβρασ βριτ(νιχασ) πορ λα χαντιδαδ δε ∓1.9072. Λα πεντα προπορχιονα αλ χλιεντε δελ βανχο: ∓1 000 000 | 1.9072 | ∓1 907 200.</p> <p>Ελ βανχο χομπραρ(δίλαρεσ (πενδερ(ευροσ) α ∓0.7627. Λα πεντα δε δίλαρεσ προπορχιονα αλ χλιεντε δελ βανχο: ∓1 907 200 | ∓0.7627 | ∓1 454 621.</p> <p>Ελ χλιεντε δελ βανχο δε ηεχηνο ηα πενδιδο λιβρασ βριτ(νιχασ αλ πρεχιο δε χομπρα δε ∓/≤ δε ∓1 454 621/∓1 000 00 ∓1.4546/∓1.00.</p>				
<p>β) Ελ χλιεντε δελ βανχο θυιερε πενδερ 1 000 000 ευροσ παρα χομπραρ λιβρασ βριτ(νιχασ. Ελ βανχο πενδερ(δίλαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ (χομπραρ(ευροσ) α ∓0.7629. Εστα πεντα προπορχιονα αλ χλιεντε: ∓1 000 000 | 0.7629 | ∓1 310 788.</p> <p>Ελ βανχο χομπραρ(δίλαρεσ (πενδερ(λιβρασ βριτ(νιχασ) α ∓1.9077. Λα πεντα δε δίλαρεσ προπορχιονα(αλ χλιεντε δελ βανχο: ∓1 310 788 | 1.9077 | ∓687 104.</p> <p>Ελ χλιεντε δελ βανχο δε ηεχηνο ηα χομπραδο λιβρασ βριτ(νιχασ αλ πρεχιο δε πεντα δε ∓/≤, πορ λο θυε δε ∓1 000 000/∓687 104 | ∓1.4554/∓1.00.</p> <p>Χον βασε εν ελ ινχιοσ α) η β) ποδεμοσ παρ θυε ελ διφερενχιαλ δε λα χομπρα-πεντα δε μονεδα φρεντε α μονεδα, α χαμβιο δε λιβρασ βριτ(νιχασ, εσ ∓1.4546-∓1.4554.</p>				

Arbitraje triangulado

Ciertos bancos se especializan en hacer un mercado directo entre monedas distintas al dólar, al bajar el diferencial de los precios de compra-venta más que el diferencial del cambio cruzado. No obstante, las cotizaciones implícitas de la compra-venta de los cambios cruzados imponen una disciplina a los intermediarios que hacen mercados de monedas distintas al dólar. Si sus cotizaciones directas no son congruentes con los cambios cruzados, es posible un arbitraje triangulado que produzca ganancias. El **arbitraje triangulado** es el proceso de negociar el dólar estadounidense a cambio de una segunda moneda y, a continuación, cambiarla por una tercera, la cual a su vez se cambia por dólares de Estados Unidos. El propósito es ganar una utilidad del arbitraje por vía del cambio de la segunda a la tercera moneda cuando el tipo de cambio directo de las dos no está alineado con el cambio cruzado.

EJEMPLO 5.3

Cómo aprovechar la oportunidad para un arbitraje triangulado Para ilustrar un arbitraje triangulado, suponga que un agente de cambios cruzados de Deutsche Bank advierte que Crédit Lyonnais compra dólares a $S^b(\text{€}/\$)$ 0.7627, el mismo precio de compra que el de Deutsche Bank. Además, advierte que Barclays compran libras británicas a $S^b(\$/\text{£})$ 1.9072, también igual al precio de Deutsche Bank. Después averigua que Crédit Agricole desarrolla un mercado directo entre el euro y la libra, con un precio de venta corriente de $S^a(\text{€}/\text{£})$ 1.4490. La ecuación 5.12 del cambio cruzado implica que el precio de venta de $\text{€}/\text{£}$ no debe ser inferior a $S^b(\text{€}/\text{£})$ 1.9072 0.7627 1.4546. Sin embargo, Crédit Agricole ofrece vender libras británicas a tan sólo 1.4490.

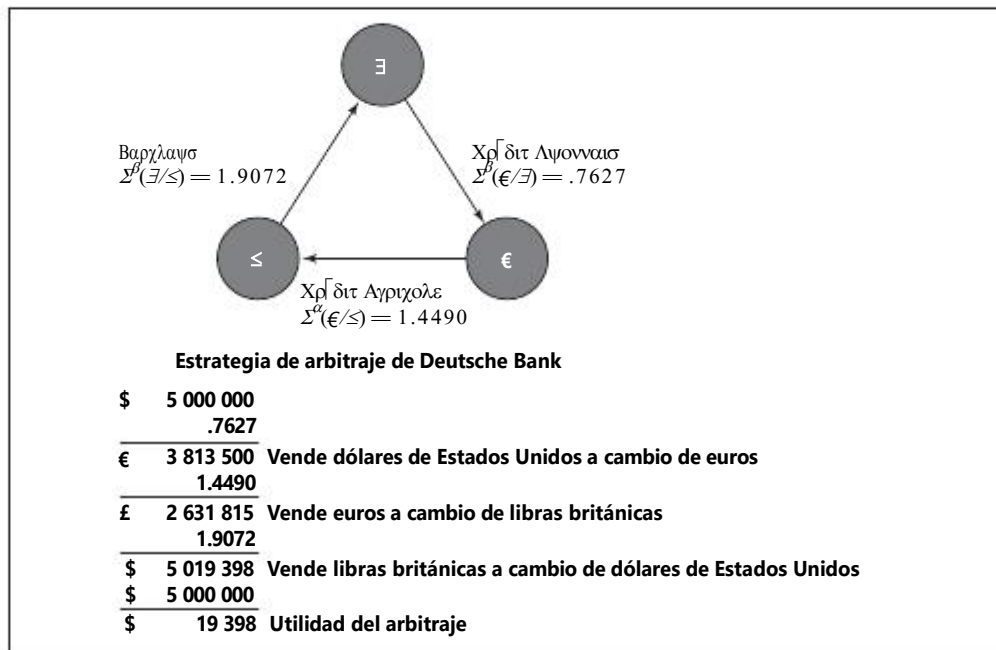
Existe la posibilidad de obtener una utilidad con el arbitraje triangulado si los intermediarios de Deutsche Bank actúan con rapidez. Una venta de \$5 000 000 a Crédit Lyonnais a cambio de euros producirá €3 813 500 \$5 000 000 0.7627. Los €3 813 500 se revenderán a Crédit Agricole por £2 631 815 €3 813 500/1.4490. Asimismo, las libras británicas se revenderán a Barclays por \$5 019 398 £2 631 815 1.9072, lo cual produce una utilidad del arbitraje de \$19 398.

Es evidente que Crédit Agricole debe elevar su precio de venta por encima de €1.4490/£1.00. Los tipos de cambios cruzados, de la ilustración 5.7, presentaban precios de compra-venta de $\text{€}/\text{£}$ de €1.4546-€1.4554. Estos precios implican que Crédit Agricole puede negociar dentro del diferencial y vender por debajo de €1.4554 pero no por menos de €1.4546. Un precio de venta de €1.4550, por ejemplo, eliminaría la utilidad del arbitraje. A ese precio, los €3 813 500 se revenderían por £2 620 962 €3 813 500/1.4550, que a su vez sólo producirían \$4 998 699 £2 620 962 1.9072 o una pérdida de \$1 301. En el mercado de divisas de "tecnología avanzada" de hoy, muchos pisos de operaciones de divisas de todo el mundo han desarrollado algún software interno que recibe una alimentación digital de precios de las divisas en tiempo real del sistema de corredores electrónicos spot de EBS para explorar si existen oportunidades de arbitraje triangulado. Hace apenas un par de años, antes de que se desarrollaran los sistemas de transacciones computarizados, el mercado de divisas se consideraba demasiado eficiente como para producir utilidades de un arbitraje triangulado. La ilustración 5.8 presenta un diagrama y un resumen de este ejemplo de arbitraje.

Microestructura del mercado de divisas spot

Microestructura del mercado se entiende como la mecánica básica de las operaciones de los mercados. Cinco estudios empíricos recientes de la microestructura del mercado de divisas arrojan luz sobre cómo opera el mercado de divisas spot. Huang y Masulis (1999) estudian los tipos de divisas spot DM/\$ en operaciones realizadas del 1 de octubre de 1992 al 29 de septiembre de 1993. Encuentran que los diferenciales de la compra-venta en el mercado de divisas spot incrementan con la volatilidad de los tipos de cambio de las divisas y disminuyen con la competencia entre intermediarios. Estos resultados son congruentes con los modelos de la microestructura del mercado. También encuentran que el diferencial de la compra-venta disminuye cuando incrementa el porcentaje de intermediarios grandes que operan en el mercado. La conclusión a la que llegan es que la competencia entre intermediarios es un determinante fundamental del diferencial de la compra-venta de las divisas spot.

Lyons (1998) sigue las transacciones de un intermediario de DM/\$ en un banco grande de Nueva York durante un periodo de cinco días de operaciones. El corredor en cuestión fue sumamente rentable durante el periodo del estudio, obtuvo ganancias promedio de 100 000

ILUSTRACIÓN 5.8**Ejemplo de arbitraje triangulado**

dólares diarios sobre un volumen de 1 000 millones de dólares. Lyons es capaz de desenredar el total de operaciones para separarlas en especulativas y no especulativas o aquellas en las que el corredor actúa como intermediario financiero de un cliente minorista. Lyons determina que las utilidades del corredor provienen principalmente de su papel como intermediario. Esto tiene sentido porque las operaciones especulativas son un juego que suma cero para todos los especuladores y es poco probable que un corredor cualquiera tenga una ventaja única a la larga. Es interesante señalar que Lyons encuentra que, en las operaciones no especulativas, la mitad de la vida de la posición del corredor dura sólo ¡10 minutos! Es decir, el corredor normalmente cambia o sale de una posición no especulativa en un plazo de 20 minutos.

Ito, Lyons y Melvin (1998) estudian el papel que la información privada tiene en el mercado de divisas spot. Estudian el ¥/\$ y el DM/\$ entre el 29 de septiembre de 1994 y el 28 de marzo de 1995. Su estudio arroja evidencia contraria a la idea generalizada de que la información privada es irrelevante, dado que se supone que todos los participantes del mercado poseen el mismo acervo de información pública. Su evidencia proviene del mercado de divisas de Tokio que, antes del 21 de diciembre de 1994, cerraba a la hora de comer de las 12:00 a la 1:30 p.m. Después del 21 de diciembre de 1994, la variación de los tipos de cambio spot incrementó durante la hora de la comida en relación con el periodo que estaban cerradas las operaciones. Esto ocurrió tanto con las operaciones de ¥/\$ como las de DM/\$, pero más en el caso de los datos de ¥/\$, como era de esperarse porque las operaciones de ¥/\$ son más intensas en el mercado de divisas de Tokio. Ito, Lyons y Melvin atribuyen estos resultados a que a la hora de comer ocurre una mayor revelación de información privada de las operaciones. Esto sugiere que la información privada es, de hecho, un determinante importante de los tipos de cambio spot.

Cheung y Chin (2001) realizaron una encuesta de corredores de divisas de Estados Unidos y recibieron 142 cuestionarios que pudieron utilizar. El objeto de su encuesta era obtener información acerca de varios aspectos de la dinámica de los tipos de cambio que normalmente no se pueden observar en los datos de las transacciones. En particular, les interesaban las percepciones de los corredores respecto de las noticias (innovaciones en las variables macroeconómicas) que provocan variaciones en los tipos de cambio. Los corredores de la encuesta respondieron que el grueso del ajuste a los anuncios económicos respecto al desempleo, los déficits comerciales, la inflación, el PIB y la tasa de los fondos federales ocurre en el plazo de un minuto. De hecho, “alrededor de la tercera parte de los encuestados sostiene que los ajustes del precio completo tienen lugar en menos de 10 segundos”. También encuentran que, al parecer, la intervención del banco central no tiene un impacto sustantivo en los tipos de cambio, pero que la intervención sí incrementa la volatilidad del mercado. Dominguez (1998) confirma este último resultado.

El mercado de forwards

Al mismo tiempo que los intercambios spot, también opera un mercado de divisas forward. El **mercado de forwards** implica contratar hoy la compra o la venta futura de divisas. El precio forward puede ser el mismo que precio spot, pero por lo general es más alto (con prima) o más bajo (con descuento) que el precio spot. Los forwards de divisas son cotizados para casi todas las monedas sólidas y para distintos plazos. Es fácil obtener cotizaciones bancarias para plazos de 1, 3, 6, 9 y 12 meses. También es posible obtener cotizaciones para plazos que no son estándar, o plazos interrumpidos. Cada vez son más frecuentes los plazos que duran más de un año y los bancos ofrecen a sus clientes importantes plazos que duran cinco o incluso hasta diez años.

Cotizaciones de forwards

Para aprender a leer las cotizaciones de forwards de divisas analicemos la ilustración 5.4. Observe que las cotizaciones de los **tipos forward** aparecen directamente debajo de las cotizaciones spot en el caso de cuatro monedas sólidas (libra británica, dólar canadiense, yen japonés y franco suizo) para plazos de uno, tres y seis meses. Por ejemplo, la fecha de vencimiento de una transacción de forwards a tres meses se cuenta como el plazo de tres meses calendario contados a partir de la fecha en que se paga por la moneda a precio spot. Es decir, en el supuesto de que hoy es 11 de septiembre de 2006, y que el pago a precio spot se realiza el 13 de septiembre, entonces la fecha de pago del forward sería el 13 de diciembre de 2006, o sea un periodo de 91 días a partir del 13 de septiembre.

En este libro, emplearemos la siguiente notación para las cotizaciones de tipos forward. En general, $F_N(j/k)$ se referirá al precio de una unidad de la moneda k , en términos de la moneda j , para su entrega en N meses. $N = 1$ denota un plazo de un mes, basado en un año de 360 días bancarios. Por lo tanto, $N = 3$ denota un plazo de tres meses. Cuando el contexto sea claro, emplearemos la notación F simple para denotar un tipo forward.

Los forwards se cotizan de forma directa o indirecta, además de que una es recíproca de la otra. Desde la perspectiva de Estados Unidos, la cotización directa de un forward se hace en términos estadounidenses. Por ejemplo, consideremos las cotizaciones forward del término estadounidense del franco suizo en relación con las cotizaciones del tipo spot el jueves 3 de marzo de 2005. Así, vemos que:

$S(\$/FS)$	0.8470
$F_1(\$/FS)$	0.8485
$F_3(\$/FS)$	0.8517
$F_6(\$/FS)$	0.8573

Con base en estas cotizaciones, podremos ver que en términos estadounidenses, el franco suizo se cambia con *premio* para el dólar y que éste incrementa a los seis meses, cuanto más lejos esté del 3 de marzo. Como veremos de manera más formal en el capítulo siguiente, en ciertas circunstancias el tipo forward es un pronosticador no sesgado del tipo spot esperado para un futuro de N meses. Por lo tanto, según el tipo forward, cuando el franco suizo se intercambia con premio para el dólar en términos estadounidenses, podemos decir que el mercado espera que el dólar se **deprecie**, o que valga menos frente al franco suizo. Por lo tanto, comprar un forward de francos suizos costará más dólares.

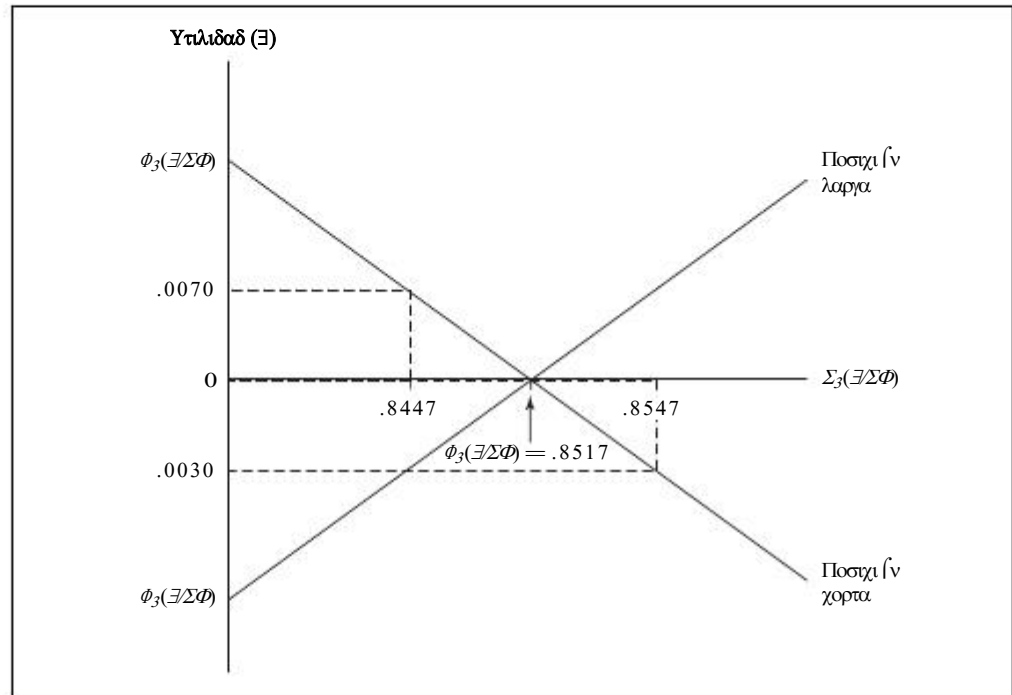
Las cotizaciones europeas de los plazos de los forwards son recíprocas de las cotizaciones de los plazos estadounidenses. En términos europeos, las cotizaciones de forwards del franco suizo correspondientes a las expuestas anteriormente son:

$S(FS/\$)$	1.1806
$F_1(FS/\$)$	1.1786
$F_3(FS/\$)$	1.1741
$F_6(FS/\$)$	1.1665

Estas cotizaciones nos permiten observar que, en términos europeos, el dólar se cambia con *descuento* para el franco suizo y que el descuento aumenta durante los seis meses, a medida que la fecha de vencimiento se aleja más del 3 de marzo. Por lo tanto, de acuerdo con el tipo forward, cuando el dólar se cambia con descuento para el franco suizo en términos europeos,

ILUSTRACIÓN 5.9

Gráfica de una posición larga y una corta en el contrato de francos suizos a tres meses



podemos decir que el mercado espera que el franco suizo se **aprecie**—adquiera más valor— en relación con el dólar. De este modo, costará menos francos suizos comprar un dólar a futuro. Esto es precisamente lo que cabría esperar, toda vez que las cotizaciones de los plazos europeos son recíprocas de las cotizaciones de los plazos estadounidenses.

Posición larga y corta de los forwards

Uno puede comprar (tomar una posición larga) o vender (tomar una posición corta) forwards de divisas. Los clientes de los bancos pueden contratar con su banco internacional la compra o la venta de una cantidad específica de divisas para su entrega en una fecha determinada. Asimismo, los operadores interbancarios pueden establecer una posición larga o una corta al negociar con un corredor de un banco de la competencia. La ilustración 5.9 presenta una gráfica de una posición larga y una corta para el contrato de francos suizos a tres meses, con la cotización del 3 de marzo de 2005 de la ilustración 5.4. La gráfica mide las ganancias o las pérdidas en el eje vertical. El eje horizontal muestra el precio spot de la divisa en la fecha de vencimiento del contrato de forwards, $S_3(\$ / FS)$. Si alguien utiliza un contrato de forwards, habrá “asegurado” el precio futuro de una compra o venta de divisas. Independientemente de cuál sea el precio spot en la fecha de vencimiento del contrato de forwards, el corredor compra (si su posición es larga)

EJEMPLO 5.4

Una posición especulativa con forwards Hoy es 3 de marzo de 2005. Suponga que el operador de $\$/FS$ acaba de escuchar un pronóstico económico del jefe de economistas del banco que le hace pensar que el valor del dólar probablemente se apreciará frente al del franco suizo en los próximos tres meses. Si decide actuar con base en esta información, el corredor posicionará en corto su contrato de $\$/FS$ a tres meses. Asumirá que vende $FS5\,000\,000$ en forwards a cambio de dólares. Suponga que el pronóstico resulta cierto y que el 3 de junio de 2005, el precio spot de $\$/FS$ es $\$0.8447$. El operador puede comprar francos suizos al precio spot de $\$0.8447$ y entregarlos acorde con el contrato de forwards a un precio de $\$0.8517$. Como muestra la ilustración 5.9, el corredor habrá obtenido una utilidad especulativa de $(\$0.8517 - \$0.8447) \times FS5\,000\,000 = \0.0070 por unidad. La utilidad total de la transacción es $\$35\,000$ ($FS5\,000\,000 \times \$0.0070$). Si el dólar se depreciara y S_N fuera $\$0.8547$, entonces el especulador perdería $(\$0.8517 - \$0.8547) \times FS5\,000\,000 = -\0.0030 por unidad; es decir, una pérdida total de $\$15\,000$ ($FS5\,000\,000 \times (-\$0.0030)$).

o vende (si es corta) a $F_3(\$/FS) = 0.8517$ por unidad de la divisa. Los contratos de forwards también se utilizan con fines especulativos, como demuestra el ejemplo 5.4.

Forwards de cambios cruzados

Las cotizaciones de cambios cruzados de forwards se calculan de la misma manera que los tipos spot cruzados, por lo tanto no es necesario presentar ejemplos detallados. En términos generales,

$$F_{M(j/k)} = \frac{F_M(\$/k)}{F_M(\$/j)} \tag{5.14}$$

o

$$F_{M(j/k)} = \frac{F_M(j/\$)}{F_M(k/\$)} \tag{5.15}$$

y

$$F_{M(k/j)} = \frac{F_M(\$/j)}{F_M(\$/k)} \tag{5.16}$$

o

$$F_{M(k/j)} = \frac{F_M(k/\$)}{F_M(j/\$)} \tag{5.17}$$

Operaciones de swaps

Las operaciones de forwards se pueden clasificar como operaciones directas o de swaps. Los agentes bancarios, cuando realizan sus operaciones, adoptan posiciones especulativas con las monedas que intercambian, pero los intermediarios con frecuencia compensan la exposición monetaria inherente a una operación. Desde el punto de vista del banco, una **transacción directa de forwards** es una posición especulativa al descubierto en una moneda, a pesar de que la misma pudiera ser parte de una cobertura monetaria para el cliente del banco que está en el otro extremo de la transacción. Las transacciones de swaps ofrecen al banco un medio para amortiguar la exposición monetaria en una operación de forwards. Una **transacción de swaps** es la venta (compra) simultánea de una divisa a precio spot frente a la compra (o venta) forward de una cantidad aproximadamente igual de esa misma divisa.

Las operaciones de swaps representan aproximadamente el 53% de las operaciones interbancarias de divisas, mientras que las directas sólo suman el 12%. (Véase la ilustración 5.3.) Dado que las operaciones interbancarias de forwards se realizan con frecuencia como parte de una transacción de swaps, cuando los corredores bancarios hablan entre sí utilizan una notación abreviada para cotizar precios de la compra-venta de forwards en términos de *puntos de forwards* que suman o restan de las cotizaciones spot de compra-venta.

EJEMPLO 5.5

Cotizaciones de puntos de forwards Recuerde los tipos spot de compra-venta de \$/£ de \$1.9072-\$1.9077 que presentamos antes. Con base en estos tipos, los precios de forwards se presentarían así:

Spot	1.9072-1.9077
Un mes	32-30
Tres meses	57-54
Seis meses	145-138

Quando la segunda cifra de un “par” de puntos de forwards es inferior a la primera, el corredor “sabe” que debe restar los puntos de los forwards del precio de venta-compra spot para obtener los tipos forward directos. Por ejemplo, el precio spot de venta de \$1.9072 menos 0.0032 (o 32 puntos) es igual a \$1.9040, el precio de compra del

forward a un mes. El precio de venta spot de \$1.9077 menos 0.0030 (o 30 puntos) es igual a \$1.9047, el precio de venta a un mes. Asimismo, los tipos de compra-venta de forwards directos a tres meses son \$1.9015-\$1.9023 y los tipos de compra-venta de forwards a seis meses son \$1.8927-\$1.8939.³ La tabla siguiente resume los cálculos

Spot		1.9072-1.9077
	Cotizaciones de puntos de forwards	Cotizaciones de forwards directos
Un mes	32-30	1.9040-1.9047
Tres meses	57-54	1.9015-1.9023
Seis meses	145-138	1.8927-1.8939

Los precios directos tienen tres puntos destacados. En primer término, la libra se intercambia con un descuento forward frente al dólar. En segundo, todos los precios de compra son inferiores a los correspondientes precios de venta, como debe ser para que un corredor esté dispuesto a hacer un mercado. En tercero, el diferencial de compra-venta incrementa con el tiempo hasta llegar al vencimiento, como es habitual. Estas tres condiciones prevalecen tan sólo porque los puntos de forwards se restaron de los precios spot. Para confirmar lo anterior, nótese que en puntos, el diferencial del precio de compra-venta spot es de cinco puntos, el diferencial del precio de compra-venta a un mes es de siete puntos, el diferencial a tres meses es de ocho puntos y el diferencial a seis meses es de 12 puntos.

Si los precios de los forwards se negociaran con prima sobre el precio spot, la segunda cifra de un par de puntos de forwards sería mayor que la primera y el corredor sabría que tendría que sumar los puntos a los precios de compra-venta spot para obtener los tipos directos de compra-venta de forwards. Por ejemplo, si los puntos de swaps a tres y seis meses fueran 54-57 y 138-145, los tipos de compra-venta correspondientes a tres y seis meses serían \$1.9126-\$1.9134 y \$1.9210-\$1.9222. En puntos, los diferenciales de la compra-venta a tres y seis meses serían 8 y 12; es decir, incrementarían hasta su vencimiento.

Cotizar las tasa forward en términos de puntos de forwards es cómodo por dos razones. En primer término, los puntos de forwards pueden permanecer constantes durante largos periodos, a pesar de que los tipos spot fluctúen con frecuencia. En segundo, en las transacciones de swaps en las que el corredor trata de minimizar la exposición monetaria, los tipos spot y los forwards directos no suelen tener consecuencia alguna. Lo importante es el diferencial de la prima o el descuento, medidos en puntos de forwards. Para ilustrar el caso, suponga que el cliente de un banco quiere vender forwards de dólares a tres meses frente a la libra esterlina británica. El banco puede manejar esta transacción para su cliente y, al mismo tiempo, neutralizar el riesgo cambiario de la operación al vender dólares spot (de un crédito) a cambio de libras británicas. El banco prestará las libras esterlinas durante tres meses, hasta que se necesiten para su entrega frente a los dólares forward que ha comprado. Los dólares recibidos se emplearán para liquidar el préstamo de dólares. Está implícito en la transacción el diferencial de las tasas de interés entre la tasa del crédito en dólares y la tasa del préstamo otorgado en libras esterlinas. El diferencial de las tasas de interés se captura por la prima o el descuento de los forwards medidos en puntos de forwards. Por regla general, cuando la tasa de interés de la divisa extranjera es superior a la tasa de interés de la moneda que cotiza, el tipo del forward directo es inferior al tipo de cambio spot y viceversa. Este punto quedará claro en el capítulo siguiente, que habla de las relaciones internacionales de paridad.

Prima en los forwards

Con frecuencia, la prima o el descuento de un forward se expresan como porcentaje anualizado de la desviación a partir del tipo spot. La prima (el descuento) del forward es muy útil para

³ Si las cotizaciones de puntos de forwards a un mes fueran, por decir, 30-30, la persona que esté haciendo mercado tendría que preguntar más el tema para determinar si debe sumar los puntos de los forwards a los precios spot o restarlos. Un sistema de operaciones electrónicas presentaría los puntos de los forwards como -30 - -30 si hubiera que restarlos.

compararlo con el diferencial de las tasas de interés de dos países, como veremos con más claridad en el capítulo 6 en el que habla de las relaciones de las paridades internacionales. Podemos calcular la **prima o el descuento de los forwards** mediante la cotización del término estadounidense o el europeo.

EJEMPLO 5.6

Cómo calcular la prima/el descuento de un forward La fórmula para calcular la prima o el descuento del forward de la moneda *j* en términos estadounidenses es:

$$f_{N,j} = \frac{F_N(\$ / j) - S(\$ / j)}{S(\$ / j)} \cdot \frac{360}{\text{días}} \quad (5.18)$$

Cuando el contexto es claro, la prima del forward se presentará simplemente como *f*.

Como ejemplo del cálculo de la prima del forward, utilicemos las cotizaciones del 3 de marzo de la ilustración 5.4 para calcular la prima o el descuento de un forward del yen japonés frente al dólar estadounidense. El cálculo es:

$$f_{3,\text{¥}} = \frac{0.009569 - 0.009498}{0.009498} \cdot \frac{360}{92} = 0.293$$

Observamos que la prima del forward a tres meses es 0.0293 o 2.93%. En otras palabras, decimos que el yen japonés se cambia con una prima de 2.93% frente al dólar estadounidense, para su entrega en 92 días.

En términos europeos, la prima o el descuento del forward del dólar de Estados Unidos se calculan así:

$$f_{N,\$} = \frac{F_N(j / \$) - S(j / \$)}{S(j / \$)} \cdot \frac{360}{\text{días}} \quad (5.19)$$

Mediante las cotizaciones del término europeo del 3 de marzo a tres meses para el yen japonés de la ilustración 5.4 tendremos:

$$f_{3,\$} = \frac{104.00 - 103.29}{105.29} \cdot \frac{360}{92} = .0294$$

Observamos que el descuento del forward a tres meses es 0.0294 o 2.94. En otras palabras, decimos que el dólar estadounidense se cambia por el yen japonés con un descuento de 2.94% para su entrega en 92 días.

RESUMEN

En este capítulo se presenta una introducción al mercado de divisas. En su definición amplia, el mercado de divisas abarca la conversión del poder adquisitivo de una moneda a otra, los depósitos bancarios de monedas extranjeras, la extensión de créditos denominados en una moneda extranjera, el financiamiento del comercio exterior y las operaciones en opciones de monedas extranjeras y contratos de futuros. En este capítulo se limita la explicación al mercado de divisas spot y al forward. Los temas restantes son cubiertos en capítulos posteriores.

1. El mercado de divisas es el mercado financiero más grande y activo del mundo. Siempre está abierto en algún lugar del mundo las 24 horas del día, los 365 días al año.
2. El mercado de divisas se divide en dos estratos: el mercado minorista o de clientes y el mercado mayorista o interbancario. El minorista es aquel donde los bancos internacionales brindan servicios a los clientes que necesitan divisas para realizar comercio internacional o para hacer operaciones con activos financieros internacionales. La gran mayoría de las transacciones de divisas tienen lugar en el mercado interbancario, entre bancos internacionales que ajustan las posiciones de sus inventarios o realizan intercambios especulativos o de arbitraje.
3. Los participantes en el mercado de divisas incluyen a los bancos internacionales, los clientes de los bancos, los intermediarios de divisas no bancarios, los corredores de divisas y los bancos centrales.

4. En el mercado de divisas spot tiene lugar la compra y la venta casi inmediata de monedas. En este capítulo se presentó la notación para definir la cotización de un tipo spot. Además, se desarrolló el concepto de un tipo de cambio cruzado. Se estableció que las operaciones de monedas que no utilizan el dólar deben satisfacer el diferencial de la compra-venta determinado a partir de una fórmula de cambios cruzados o se da la oportunidad de un arbitraje triangulado.
5. En el mercado de forwards, los compradores y los vendedores pueden negociar hoy el precio adelantado de la compra-venta futura de una divisa. Se desarrolló la notación de las cotizaciones divisas forward. Se presentó el empleo de los puntos forward como método abreviado para expresar las cotizaciones de forwards a partir de las cotizaciones de los tipos spot. Además, se desarrolló el concepto de la prima de un forward.

TÉRMINOS CLAVE

apreciar, 124	mercado mayorista, 109	términos estadounidenses, 115
arbitraje triangulado, 121	mercado minorista, 109	términos europeos, 114
cotización directa, 114	mercado spot, 111	tipo de cambio cruzado, 118
cotización indirecta, 114	moneda a moneda, 119	tipos forward, 123
depreciar, 123	precio de venta, 116	tipo de cambio spot, 114
mercado de clientes, 109	precio de compra, 116	transacción directa de forwards, 125
mercado de divisas, 106	precio de oferta, 116	transacción de swaps, 125
mercado de forwards, 123	prima o descuento de los forwards, 127	
mercado de mostrador, 107	relaciones entre bancos corresponsales, 111	
mercado interbancario, 109		

CUESTIONARIO

1. Proporcione una definición completa del mercado de divisas.
2. ¿Qué diferencia existe entre el mercado de divisas minorista o de clientes y el mayorista o interbancario?
3. ¿Quiénes son los participantes en el mercado de divisas?
4. ¿Cómo se pagan las operaciones de divisas que se realizan entre bancos internacionales?
5. ¿Qué quiere decir cambiar una moneda con prima o un descuento en el mercado de forwards?
6. ¿Por qué la mayor parte de los intercambios de moneda que se realizan en el mundo incluyen el dólar estadounidense?
7. Los bancos deben dar cabida a las necesidades que tienen sus clientes de comprar o vender divisas forwards, en muchos casos con el objeto de cubrirse. ¿El banco cómo puede eliminar la exposición monetaria que asume cuando da cabida a la transacción de forwards de un cliente?
8. Un corredor bancario de DC/\$ actualmente cotiza una *cantidad pequeña* de 35-40 para la compra-venta, cuando el resto del mercado intercambian a DC1.3436-DC1.3441. ¿Los precios del corredor qué implican y qué supone?
9. ¿Qué quiere decir arbitraje triangulado? ¿Qué situación dará lugar a una posibilidad de arbitraje triangulado?

PROBLEMAS

1. Con la utilización de la ilustración 5.4, calcule una matriz de cambios cruzados para el euro, el franco suizo, el yen japonés y la libra británica. Utilice las cotizaciones más actuales del término estadounidense para calcular los cambios cruzados, de modo que la matriz triangular resultante sea similar a la parte que está encima de la diagonal que presenta la ilustración 5.6.

2. Con el empleo de la ilustración 5.4, calcule los cambios cruzados de forwards a uno, tres y seis meses entre el dólar canadiense y el franco suizo, utilice las cotizaciones más recientes. Presente los forwards de los cambios cruzados en términos “canadienses”.
3. Vuelva a escribir las siguientes cotizaciones de compra-venta del término europeo de forwards directos a uno, tres y seis meses en puntos forward.

Σποτ	1.3431–1.3436
Υν μεσ	1.3432–1.3442
Τρεσ μεσεσ	1.3448–1.3463
Σεισ μεσεσ	1.3488–1.3508

4. Con las cotizaciones spot y de forwards directos del problema 3, determine los correspondientes diferenciales de compra-venta en puntos.
5. Con el empleo de la ilustración 5.4 calcula la prima o el descuento de forwards del dólar canadiense a uno, tres y seis meses, frente al dólar estadounidense, mediante cotizaciones del término estadounidense. En aras de la sencillez, suponga que todos los meses tienen 30 días. ¿Cómo interpreta sus resultados?
6. Utilizando la ilustración 5.4 calcule la prima o el descuento de forwards del dólar estadounidense a uno, tres y seis meses, frente a la libra británica, utilizando cotizaciones del término europeo. En aras de la sencillez, suponga que todos los meses tienen 30 días. ¿Cómo interpreta sus resultados?
7. Dada la información siguiente, cuáles son las cotizaciones de DNZ/DSG de moneda frente a moneda?

Χοτιζαχιονεσ βανχαριασ	Τί ριμνοσ εσταδουνιδενεσσ		Τί ριμνοσ ευροπεοσ	
	Χομπρα	ζεντα	Χομπρα	ζεντα
Δί λαρ δε Νυεσπα Ζελανδα	.7265	.7272	1.3751	1.3765
Δί λαρ δε Σινγαπυρ	.6135	.6140	1.6287	1.6300

8. Suponga que usted es un corredor del Deutsche Bank. En la pantalla de cotizaciones de la terminal de su computadora, usted advierte que el Dresdner Bank cotiza €0.7627/\$1.00 y que Credit Suisse ofrece FS1.1806/\$1.00. Usted se entera que UBS opera un mercado directo entre el franco suizo y el euro, con una cotización actual de €/FS de 0.6395. Demuestre cómo puede obtener una utilidad de un arbitraje triangulado si hace su operación a estos precios. (No tome en cuenta los diferenciales de compra-venta para este problema.) Suponga que usted cuenta con \$5 000 000 para realizar este arbitraje. ¿Qué ocurrirá si de inicio usted vende dólares a cambio de francos suizos? ¿Qué precio del €/FS eliminará el arbitraje triangulado?
9. El tipo de cambio spot actual es de \$1.95/£ y el tipo del forward a tres meses es de \$1.90/£. Con base en su análisis del tipo de cambio, usted confía que el tipo de cambio spot será de \$1.92/£ dentro de tres meses. Suponga que usted quiere comprar o vender £1 000 000.
 - a) ¿Qué deberá hacer para poder especular en el mercado de forwards? ¿Cuál es la utilidad en dólares que espera de esta especulación?
 - b) ¿Cuál sería la utilidad de su especulación en términos de dólares si resultara que el tipo de cambio spot de hecho es \$1.86/£.
10. Asesores Omni, un administrador de fondos internacionales de pensiones, piensa vender acciones denominadas en francos suizos (CHF) y comprar un monto equivalente de acciones denominadas en rands sudafricanos (ZAR).

Omini realizará utilidades netas de 3 millones de CHF al término de 30 días y quiere eliminar el riesgo de que el ZAR se aprecie frente al CHF durante este periodo de 30 días. La ilustración siguiente muestra los tipos de cambio actuales del ZAR, el CHF y el dólar estadounidense (US\$).

Tipos de cambio

Πλαζο	ZAR/US\$		CHF/US\$	
	Χομπρα	ζεντα	Χομπρα	ζεντα
Σποτ	6.2681	6.2789	1.5282	1.5343
30 δ'ας	6.2538	6.2641	1.5226	1.5285
90 δ'ας	6.2104	6.2200	1.5058	1.5115

- Describe la transacción monetaria que debería realizar Omni para eliminar el riesgo cambiario durante el periodo de 30 días.
- Calcule lo siguiente:
 - El tipo de cambio cruzado CHF/ZAR que Omni utilizaría para valorar la cartera de acciones suizas.
 - El valor que la cartera de acciones suizas de Omni tiene actualmente en ZAR.
 - La prima o el descuento de un forward anualizado del intercambio del ZAR frente al CHF.

EJERCICIOS DE INTERNET

- Un corredor de divisas opera un mercado en una moneda y trata de generar utilidades especulativas de sus operaciones contra corredores de otras monedas. Actualmente, los corredores de divisas utilizan con frecuencia sistemas electrónicos para sus transacciones. El sistema de operaciones spot que se utiliza más ampliamente es EBS Spot. Vaya al sitio web, www.ebsp.com/product/spot/asp. Haga clic en la vista de muestra que aparece en la pantalla de su monitor para ampliarla. ¿Qué quieren decir los términos “ESB Mejor Precio” y “Credit Screened Dealable Prices” que aparecen en la pantalla?
- Además de los signos históricos de las monedas, como \$, ¥, £ y €, existe un símbolo de tres letras que representan a cada una de las monedas y que es reconocido en todo el mundo. Usted podrá encontrar estos símbolos en el sitio web del Convertidor Universal Completo de las Monedas: www.xe.com/ucc/full.shtml. Visite el sitio. ¿Cuál es el signo del colón costarricense? ¿Del dólar de Guyana?

MINICASO**Shrewsbury Herbal Products, Ltd.**

Σηρεωσβυρημ Ηερβαλ Προδουχτος, χον δομυχιλιο εν λα παρτε χεντραλ δε Ινγλατερρα χερχα δε λα φροντερα χον Γαλεσ, εσ προδουχτορ δε υνα αντιγνα λ'ιννα δε τ'σ, αδερεζος ψ μεδιχινασ ηερβαλεσ. Συσ προδουχτος σε πενδεν εν τοδο ελ Ρεινο Υνιδο ψ ταμβι'ν εν μυχηος λυγαρεσ δε λα Ευροπα χοντινενταλ.

Σηρεωσβυρημ Ηερβαλ πορ λο γενεραλ πρεπαρα συσ φαχτωρασ εν λιβρασ εστερλινας βριτ'νιχασ χυανδο πενδε συσ προδουχτος α χλιεντες εζ'τρανφερος χον οβφετο δε προτεγερσε χοντρα παριαχι-νεσ αδ'περσασ εν λοσ τιπος δε χαμβιο. Νο οβσταντε, αχαβα δε ρεχιβιρ υν πεδιδο δε υν ιμπορ-ταντε μαγοριστα δελ χεντρο δε Φρανχια πορ 320 000 λιβρασ δε συσ προδουχτος, χον λα χονδιχι Γ'ν δε θυε συ εντρεγα σεα δεντρο δε τρεσ μεσεσ ψ θυε ελ πεδιδο σε φαχτυρε εν ευροσ.

Α Ελτον Πετερσ, ελ χοντραλορ δε Σηρεωσβυρημ, λε προεχτυπα θυε λα λιβρα σε πνεδα απρεχιαρ φρεντε αλ ευρο εν λοσ τρεσ μεσεσ πρ'ζιμοσ, χον ελλο σε ελιμιναρ'α λα μαγορ παρτε ο τοδα λα υπλιδαδ χυανδο λε παγυεν λοσ ευροσ πορ χοβραρ. Πιενσα θυε εσ υνα ποσιβιλιδαδ ρεμοτα, περο δεχιδε πονερσε εν χονταχο χον ελ βανθυερο δε λα εμπρεσα παρα θυε λα συγερα χομο χυβριρσε ελ ριεσγο δελ τιπο δε χαμβιο.

Ελ βανθυερο λεδιχε α Πετερσ θυε ελ τιπο δε χαμβιο σποτ αχ'αλ δε € / ≤ εσ δε 1.4537 ευροσ, πορ λο ταντο, ελ μοντο δε λα φαχτυρα δεβε σερ πορ 465 184 ευροσ. Πετερσ ταμβι'ν σε εντερα δε θυε λοσ τιπος δε χαμβιο φορωαρδσ α τρεσ μεσεσ δε λα λιβρα ψ ελ ευρο φρεντε αλ δ'λαρ εστα-δουνιδενσε σον ∃1.8990 / ≤ 1.00 ψ ∃1.3154 / € 1.00, ρεσπεχετισμεντε. Ελ βανθυερο σε οφρεχε παρα αρρε'λαρ υνα χοβερτυρα δε φορωαρδσ παρα πενδερ λοσ ευροσ πορ χοβραρ α χαμβιο δε λιβρασ εστερλινας χον βασε εν ελ τιπο δα χαμβιο χρυζαδο φυτυρο δε € / ≤ ιμπλ'ιχο δε λοσ τιπος δε λοσ φορωαρδσ φρεντε αλ δ'λαρ? Α'Θυ' ηαρ'α υστεδ σι φυερα Πετερσ?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bank for International Settlements, *Triennial Central Bank Survey*, Basilea, Suiza, BIS, marzo de 2005.
- Cheung, Yin-Wong y Menzie David Chinn, “Currency traders and exchange rate dynamics: a survey of the US market”, *Journal of International Money and Finance*, núm. 20, 2001, pp. 439-471.
- Dominguez, Kathryn M., “Central Bank intervention and exchange rate volatility”, *Journal of International Money and Finance*, núm. 17, 1998, pp. 161-190.
- Federal Reserve Bank of New York, *The foreign exchange and interest rate derivatives markets: turnover in the United States*, Federal Reserve Bank of New York, Nueva York, 2004.
- Grabbe, J. Orlin, *International financial markets*, 3a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 1996.
- Huang, Roger D. y Ronald W. Masulis, “FX spreads and dealer competition across the 24-hour trading day”, *Review of Financial Studies*, núm. 12, 1999, pp. 61-93.
- Fondo Monetario Internacional, *International capital markets: part I. Exchange rate management and international capital flows*, FMI, Washington, DC, 1993.
- Ito, Takatoshi, Richard K. Lyons y Michael T. Melvin, “Is there private information in the FX market? The Tokyo experiment”, *Journal of Finance*, núm. 53, 1998, pp. 1111-1130.
- Lyons, Richard K., “Profits and position control: a week of FX dealing”, *Journal of International Money and Finance*, núm. 17, 1998, pp. 97-115.
- UBS Warburg, *Foreign exchange and money market transactions*. Usted puede encontrar y bajar este libro de www.ubswarburg.com/fx_swiss/.

6

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

Paridad de las tasas de interés

Arbitraje con cobertura de tasas de interés
Paridad de las tasas de interés y determinación del tipo de cambio
Razones que explican las desviaciones de la paridad de las tasas de interés

Paridad del poder de compra

Desviaciones de la PPC y el tipo de cambio real
Evidencia sobre la paridad del poder de compra

Efectos de Fisher

Cómo pronosticar los tipos de cambio

Planteamiento de la eficiencia de los mercados
Enfoque fundamental

Enfoque técnico

Desempeño de los pronosticadores

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: La lira turca y la paridad del poder de compra

Bibliografía y lecturas recomendadas

Apéndice 6A: la paridad del poder de compra y la determinación del tipo de cambio

ES IMPORTANTE QUE tanto las compañías como los inversionistas comprendan cabalmente las fuerzas que impulsan las variaciones de los tipos de cambio, dado que éstas afectarán las oportunidades de inversión y de financiamiento. Por lo tanto, este capítulo analiza varias relaciones básicas de las paridades internacionales, como la paridad de las tasas de interés y la del poder de compra, que tienen profundas implicaciones para la administración financiera internacional. De hecho, algunas de ellas son manifestaciones de la *ley del precio único* que se debe cumplir en un *equilibrio por arbitraje*.¹ El hecho de comprender estas relaciones de las paridades nos proporciona información sobre (1) cómo se determinan y (2) cómo se pronostican los tipos de cambio.

Dado que el **arbitraje** desempeña un papel fundamental en la siguiente explicación es conveniente definirlo de entrada. El término *arbitraje* se puede definir como el *acto de comprar y vender, simultáneamente, bienes o mercancías iguales o equivalentes con el propósito de obtener una ganancia asegurada*. Siempre que existan posibilidades para un arbitraje rentable, el mercado no estará en equilibrio. Cabe decir que el mercado se estabiliza cuando no existen oportunidades para un arbitraje rentable. Algunas relaciones de paridades tan conocidas como la de las tasas de interés y la del poder de compra, de hecho, representan condiciones de equilibrio para el arbitraje. Iniciemos nuestra explicación con la paridad de las tasas de interés.

Paridad de las tasas de interés

La **paridad de las tasas de interés** (PTI) es una condición para el arbitraje que se debe cumplir cuando los mercados financieros internacionales están en equilibrio. Suponga que usted cuenta

¹ La ley del precio único prevalece cuando los mismos bienes u otros equivalentes se intercambian, al mismo precio, en distintas plazas o mercados, evitando las oportunidades para un arbitraje rentable. Como veremos, muchas relaciones de precios en equilibrio en las finanzas se obtienen al imponer la ley del precio único; es decir, los dos bienes que son iguales entre sí se deben vender al mismo precio.

con un dólar para invertir, por así decirlo, a un plazo de un año. Considere dos formas alternativas de invertir sus fondos: (1) invertir en el país a la tasa de interés de ahí mismo o en otra parte, esto es (2) invertir en otro país, por decir el Reino Unido, a la tasa de interés extranjera y cubrir el riesgo cambiario al vender la inversión extranjera a su vencimiento, al valor forward. En este caso, se supone que usted sólo considerará inversiones en las que no quepa un incumplimiento.

Si usted invierte un dólar en Estados Unidos a la tasa de interés del país (i_s), el valor al vencimiento será

$$\$1(1 + i_s)$$

Dado que usted invierte en un instrumento que de principio no caerá en incumplimiento, como un certificado del Tesoro de Estados Unidos, entonces no existe incertidumbre respecto al valor al vencimiento futuro de su inversión en términos de dólares.

Por otra parte, para invertir en el Reino Unido, usted lleva a cabo la siguiente secuencia de operaciones:

1. Cambiar \$1 por una cantidad dada de libras: es decir, $\pounds(1/S)$ al tipo de cambio spot que prevalece (S).²
2. Invertir la cantidad de libras a la tasa de interés del Reino Unido (i_\pounds), con un valor al vencimiento de $\pounds(1/S)(1 + i_\pounds)$.
3. Vender la inversión en el Reino Unido a su valor forward al vencimiento a cambio de una cantidad predeterminada de dólares; es decir, $[\pounds(1/S)(1 + i_\pounds)]F$, donde F denota el tipo de cambio forward.

Observe que el tipo de cambio, S o F , representa el precio en dólares que tiene una unidad de la divisa extranjera; es decir, la libra británica en el ejemplo anterior. Al vencimiento de su inversión británica dentro de un año, usted recibirá su valor completo, $\pounds(1/S)(1 + i_\pounds)$. Pero como usted debe entregar exactamente la misma cantidad de libras a la contraparte del contrato de forwards, su posición neta en libras queda reducida a cero. Es decir, el riesgo cambiario queda totalmente cubierto; como en el caso de la inversión en Estados Unidos, usted tiene garantizada una cantidad predeterminada de dólares, su inversión en el Reino Unido, aunada a la cobertura de forwards, es un sustituto perfecto de la inversión interna en Estados Unidos. Dado que, usted ha cubierto el riesgo cambiario con un contrato de forwards, de hecho, ha *redenominado* la inversión en el Reino Unido en términos de dólares. La tasa de interés “efectiva” de los dólares para la alternativa de la inversión en el Reino Unido está dada por

$$\frac{F}{S} (1 + i_\pounds) - 1$$

Así pues, el equilibrio para el arbitraje dictaría que el producto de los forwards de dólares (o, de forma equivalente, las tasas de interés del dólar) derivado de colocar en dos inversiones equivalentes debe ser igual, lo cual implica que

$$(1 + i_s) = \frac{F}{S} (1 + i_\pounds), \text{ o alternativamente}$$

$$F = S \frac{1 + i_s}{1 + i_\pounds} \tag{6.1}$$

que es la representación formal de la PTI. La forma en que hemos llegado a la ecuación 6.1 debe dejar en claro que la PTI es una manifestación de la **ley del precio único (LPU)** aplicada a instrumentos del mercado internacional de dinero. Los intermediarios de cambios conocían la relación de la PTI ya desde finales del siglo XIX. Sin embargo, no fue sino hasta la década de 1920 que la relación fue difundida extensamente al público gracias a la obra de John M. Keynes y al trabajo de otros economistas.³

² Para simplificar la notación, hemos omitido los subíndices de las monedas en las notaciones del tipo de cambio S y F . Si el tipo de cambio, S o F , se expresa como el monto de la divisa extranjera por dólar, la fórmula de la PTI sería: $(1 + i_s) = (S/F)(1 + i_\pounds)$.

³ La exposición sistemática de la paridad de las tasas de interés suele ser atribuida a la obra *Tratado sobre la reforma monetaria* de Keynes (1924).

ILUSTRACIÓN 6.1

Flujos de dólares en efectivo para un portafolios de arbitraje

Οπεραχιονες	$\Phi ΔΕ_0$	$\Phi ΔΕ_1$
1. Τομαρ υν πρ[σταμο εν Εσταδος Υνιδος	$\exists \Sigma$	$\Sigma(1 - i_t)$
2. Οτοργαρ υν πρ[σταμο εν ελ Ρεινο Υνιδο	$\exists \Sigma$	$\Sigma_1(1 - i_t)$
3. ζενδερ ελ φορωαρδ* πορ χοβραρ εν ≤	0	$(1 - i_t)(\Phi - \Sigma_1)$
Φλυφο δε εφεχτισο νετο	0	$(1 - i_t)\Phi - (1 - i_t)\Sigma$

* Αι πενδερ λασ ≤ πορ χοβραρ [φορωαρδ] νο δαρ(πορ ρεσυλταδο φλυφο δε εφεχτισο αλγυνο εν ελ πρεσεντε; εσ δεχτιρ $\Phi ΔΕ_0 = 0$. Περσ α ου πενχιμεντο, ελ πενδεδορ ρεχτιβιρ($\exists(\Phi - \Sigma_1)$) πορ χαδα λιβρα πενδιδα φορωαρδ. Σι δενοτα ελ τιπο δε χαμβιο σποτ α φυτορ.

Por otra parte, podemos derivar la PTI al construir un **portafolio de arbitraje**, el cual (1) no implica una inversión neta y (2) no implica un riesgo, y que este portafolio no genere flujo de efectivo neto alguno en equilibrio. Considere un portafolio de arbitraje compuesto por tres posiciones separadas:

1. Tomar un préstamo de \$S en Estados Unidos, en cantidad suficiente y justo para comprar una libra al tipo de cambio spot que prevalece (S).
2. Prestar una libra en el Reino Unido, a la tasa de interés del Reino Unido.
3. Vender la inversión en forward del Reino Unido a su valor al vencimiento.

En la ilustración 6.1 se resumen los flujos presentes y futuros (fecha de vencimiento), el FDE_0 y el FDE_1 , de la inversión en el portafolio de arbitraje.

Es importante señalar dos cosas de la ilustración 6.1. En primer término, el flujo de efectivo neto en el momento de la inversión es cero. Por supuesto que esto implica que el portafolio de arbitraje de hecho se financia completamente solo; es decir, no cuesta nada de dinero mantener este portafolio. En segundo, el flujo de efectivo neto en la fecha de vencimiento se conoce con certeza. Esto se debe a que ninguna de las variables que involucra el flujo de efectivo neto, S , F , i_s , i_t , son inciertas. Dado que nadie podrá obtener ganancias ciertas al mantener este portafolio de arbitraje, el equilibrio de mercado requiere que el flujo de efectivo neto en la fecha de vencimiento sea cero para este portafolio:

$$(1 - i_t)F - (1 - i_s)S = 0 \quad (6.2)$$

que, tras un simple reacomodo, nos da el mismo resultado que la ecuación 6.1.

La relación de PTI en algunas ocasiones se expresa como sigue:

$$1 + i_s = (1 + i_t) \frac{F}{S} \quad (6.3)$$

Como podemos observar con claridad en la ecuación 6.1, la PTI sirve de nexo entre las tasas de interés de dos países diferentes. Concretamente, la tasa de interés será más alta en Estados Unidos que en el Reino Unido cuando el forward del dólar tiene un descuento, es decir $F < S$. Recuerde que los tipos de cambio, S y F , representan los precios en dólares de una unidad de la divisa extranjera. Cuando el forward del dólar tiene un descuento, esto implica que se espera que el dólar se deprecie frente a la libra. En tal caso, la tasa de interés de Estados Unidos debe ser más alta que la del Reino Unido para compensar la depreciación esperada del dólar. De lo contrario, nadie tendría valores denominados en dólares. Por otra parte, la tasa de interés de Estados Unidos será más baja que la del Reino Unido cuando el forward del dólar tiene prima; es decir, $F > S$. La ecuación 6.1 indica que el cambio forward se desviará del tipo spot siempre y cuando las tasas de interés de los dos países no sean iguales.⁴

Cuando la PTI se cumple, a usted le será indiferente invertir su dinero en Estados Unidos o invertirlo en el Reino Unido con una cobertura de forwards. No obstante, si la PTI no se cumple, usted preferirá una situación en lugar de la otra. Sería más conveniente invertir su dinero en

⁴ Para determinar si existe una oportunidad de arbitraje, se debe utilizar la versión exacta de la PTI y no la aproximación.

Estados Unidos (Reino Unido) si $(1 + i_{\$})$ es superior (inferior) a $(F/S)(1 + i_{£})$. De otra parte, cuando tiene que tomar un préstamo, optará por tomarlo donde los intereses sobre el dólar sean más bajos. Cuando la PTI no se cumple, la situación también da lugar a oportunidades de **arbitraje con cobertura de tasas de interés**.

Arbitraje con cobertura de tasas de interés

Para explicar el proceso del arbitraje con cobertura de tasas de interés es más conveniente trabajar con un ejemplo numérico.

EJEMPLO 11.2

En el supuesto de que la tasa de interés anual es 5% en Estados Unidos y 8% en el Reino Unido y que el tipo de cambio spot es \$1.50/£ y el tipo de cambio del forward, con vencimiento a un año, es \$1.48/£. En términos de nuestra notación, $i_{\$}$ 5%, $i_{£}$ 8%, S \$1.50 y F \$1.48. Suponga que el arbitraje puede tomar a préstamo un máximo de \$1 000 000 o £666 667, o sea el equivalente a \$1 000 000 al tipo de cambio spot corriente.

Primero veamos si la PTI se cumple en las condiciones actuales del mercado. Si sustituimos con los datos anteriores, tendremos

$$\frac{F}{S}(1 + i_{£}) = \frac{1.48}{1.50}(1.08) = 1.0656,$$

que no es exactamente igual a $(1 + i_{\$}) = 1.05$. Concretamente, encontramos que la condición actual del mercado se caracteriza por

$$(1 + i_{\$}) < \frac{F}{S}(1 + i_{£}).$$

Queda claro que la PTI no se cumple, lo cual implica que existe una oportunidad de arbitraje rentable. Dado que la tasa de interés es más baja en Estados Unidos, la operación de arbitraje debe involucrar tomar a préstamo en Estados Unidos y proporcionar préstamos en el Reino Unido.

El arbitraje puede llevar al cabo las operaciones siguientes:

1. Tomar a préstamo \$1 000 000 en Estados Unidos. El reembolso a un año será \$1 050 000 $(\$1 000 000 \cdot 1.05)$.
2. Comprar £666 667 spot con el \$1 000 000.
3. Invertir £666 667 en el Reino Unido. El valor al vencimiento será £720 000 $(£666 667 \cdot 1.08)$.
4. Vender un forward de 720 000 libras a cambio de \$1 065 600 $(£720 000 \cdot \$1.48/£)$.

Dentro de un año, el arbitraje recibirá el valor completo al vencimiento de su inversión en el Reino Unido, o sea 720 000 libras. Entonces, entregará esta cantidad de libras a la contraparte del contrato de forward y recibirá 1 065 600 dólares a cambio. Con esta cantidad de dólares, pagará el valor al vencimiento del préstamo en dólares, o sea, \$1 050 000. El arbitraje aún tendrá \$15 600 $(\$1 065 600 - \$1 050 000)$ remanentes en su cuenta, que representan la utilidad del arbitraje. Para obtener esta *utilidad cierta*, el arbitraje no invirtió dinero de su bolsillo ni corrió riesgo alguno. De hecho, realizó un "arbitraje con cobertura de tasas de interés", lo cual significa que tomó un préstamo a una tasa de interés y, al mismo tiempo, prestó dinero a otra tasa de interés, el riesgo cambiario se protege plenamente con una cobertura de forwards.⁵ La ilustración 6.2 contiene un resumen de las operaciones del arbitraje con cobertura de intereses.

⁵ La utilidad del arbitraje es, de hecho, igual al diferencial de la tasa de interés efectiva multiplicado por la cantidad tomada a préstamo; es decir, $\$15 600 = (1.0656 - 1.05)(\$1 000 000)$.

ILUSTRACIÓN 6.2**Arbitraje de intereses en cubierto: análisis del flujo de efectivo**

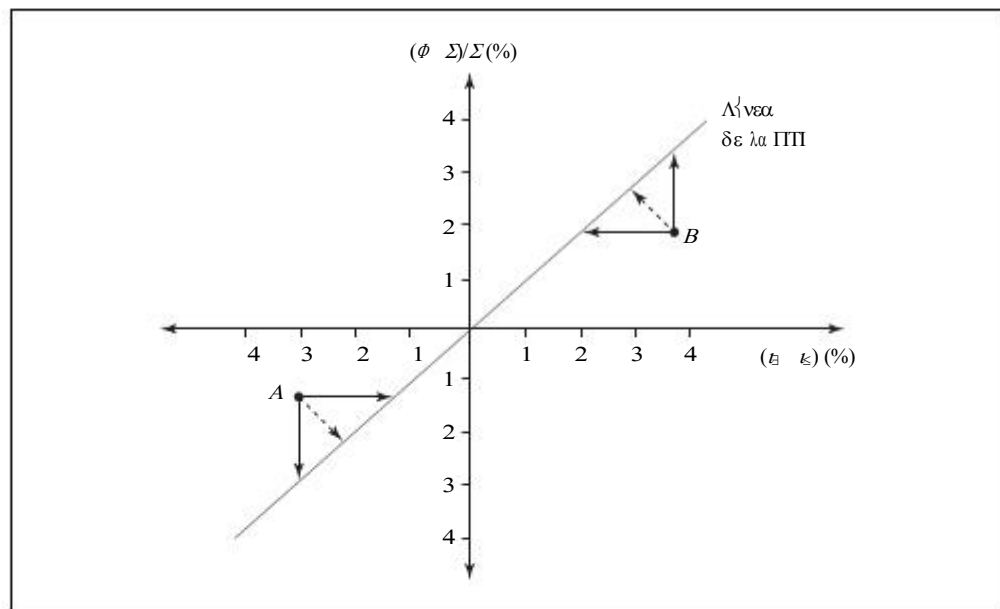
Οπεραχιονες	ΦΔΕ ₀	ΦΔΕ ₁
1. Τομαρ α πρ ¹ σταμο ∃1 000 000	∃1 000 000	∃1 050 000
2. Χομπραρ ≤ σποτ	∃1 000 000	
	≤666 667	
3. Πρεσπαρ ≤666 667	≤666 667	≤720 000
4. ζενδερ ≤720 000 φορααρδ		≤720 000
		∃1 065 600
Φλυφο δε εφεχτωο νετο	0	∃15 600

¿Cuánto durará esta oportunidad de arbitraje? Una respuesta simple es: un tiempo muy breve. Tan pronto como se detecten devaluaciones de la PTI, los corredores informados de inmediato realizarán operaciones de arbitraje con cobertura de tasas de interés (ACTI). Como resultado de esas actividades de arbitraje, la PTI se restaurará rápidamente. Para ver lo anterior, volvamos a nuestro ejemplo numérico, que inducía a actividades de arbitraje de cobertura de tasas de interés. Dado que todo corredor (1) tomará préstamos en Estados Unidos por la mayor cantidad posible, (2) prestará en el Reino Unido, (3) comprará la libra spot y, al mismo tiempo, (4) venderá forwards de la libra, se darán los siguientes ajustes en la condición inicial del mercado descrita en la ecuación 6.4:

1. La tasa de interés subirá en Estados Unidos ($i_{\$}$).
2. La tasa de interés bajará en el Reino Unido ($i_{£}$).
3. La libra se apreciará en el mercado spot (S).
4. La libra se depreciará en el mercado de forwards (F).

Estos ajustes elevarán las cifras del lado izquierdo de la ecuación 6.4 y, al mismo tiempo, bajarán las del lado derecho, hasta que los dos lados queden iguales y se restaure la PTI.

La ilustración 6.3 muestra este proceso de ajuste. La condición inicial del mercado descrita por la ecuación 6.4 se representa con el punto A de la ilustración, sustantivamente lejos de la línea de la PTI.⁶ Las actividades del ACTI incrementarán el diferencial de las tasas de interés

ILUSTRACIÓN 6.3**Diagrama de la paridad de las tasas de interés**

⁶ Observe que en el punto A, el diferencial de la tasa de interés es 3%; es decir, $i_{\$} - i_{£} = 5\% - 8\% = -3\%$ y el premio del forward es $(F - S)/S = (1.48 - 1.50)/1.50 = -0.0133$ o -1.33% .

(como indica la flecha horizontal) y, al mismo tiempo, disminuirán la prima/el descuento de los forwards (como indica la flecha vertical). Como los mercados de dinero y de divisas comparten la carga de los ajustes, la línea punteada describe la senda real del ajuste para llegar a la PTI. Cuando la condición inicial de mercado se ubica en el punto *B*, la PTI se restaurará, en parte por medio de un incremento de la prima del forward, $(F - S)/S$, y en parte por un decremento en el diferencial de las tasas de interés, $i_s - i_e$.

EJEMPLO 6.2

Antes de proseguir, sería conveniente analizar otro ejemplo de un ACTI. Suponga que la condición del mercado se resume así:

Tasa de interés a tres meses en Estados Unidos: 8.0% anual.

Tasa de interés a tres meses en Alemania: 5.0% anual.

Tipo de cambio spot corriente: €0.800/\$

Tipo de cambio del forward a tres meses: €0.7994/\$.

Este ejemplo difiere del anterior porque el horizonte de la transacción es a tres meses, en lugar de a un año, y porque los tipos de cambio están cotizados en términos europeos y no en estadounidenses.

Si quisiéramos aplicar la PTI como aparece definida en la ecuación 6.1, tendríamos que convertir los tipos de cambio a términos estadounidenses y utilizar tasas de interés a tres meses, en lugar de tasas anualizadas. En otras palabras, deberíamos utilizar los siguientes valores para confirmar si la PTI se cumple:

i_s	8.0/4	2.0%	i_e	5.0/4	1.25%
S	1/0.800	\$1.250/€	F	1/0.7994	\$1.2510/€

Ahora, podremos calcular el lado derecho de la ecuación 6.1:

$$\frac{F}{S} \frac{1}{(1 + i_e)^d} = \frac{1.2510}{1.2500} \frac{1}{(1.0125)^d} = 1.0133,$$

que es inferior a $(1 + i_s)^d = 1.02$. Queda claro que la PTI no se cumple y que, por lo tanto, existe una oportunidad de arbitraje. Dado que la tasa de interés es más baja en Alemania que en Estados Unidos, las operaciones del arbitraje deben ser tomar dinero prestado en Alemania y prestar dinero en Estados Unidos. De nueva cuenta, suponemos que el arbitran te puede tomar a préstamo un máximo de \$1 000 000 o la cantidad equivalente de euros; es decir, €800 000.

Este arbitran te llevaría al cabo las transacciones siguientes:

1. Tomar a préstamo €800 000 en Alemania. Su reembolso dentro de tres meses será €810 000 $(€800 000 \cdot 1.0125)$.
2. Comprar \$1 000 000 spot con los de €800 000.
3. Invertir \$1 000 000 en Estados Unidos. El valor al vencimiento será de \$1 020 000 dentro de tres meses.
4. Comprar forwards por €810 000 a cambio de \$1 013 310 $(€810 000)(\$1.2510/€)$.

En tres meses, el arbitran te recibirá el valor total al vencimiento de la inversión en Estados Unidos, o sea, \$1 020 000. Pero a continuación, deberá entregar 1 013 310 dólares a la contraparte del contrato de forwards y recibirá €810 000 a cambio, dinero que utilizará para rembolsar el préstamo de euros. Por lo tanto, la utilidad del arbitraje será \$6 690 $(\$1 020 000 - \$1 013 310)$.⁷

⁷ Los lectores tendrán que encontrar la forma de restaurar la PTI de este ejemplo.

Paridad de las tasas de interés y determinación del tipo de cambio

Como la PTI es una condición de equilibrio para el arbitraje, que involucra el tipo de cambio (spot), ésta tiene implicaciones inmediatas para determinar el tipo de cambio. Para saber por qué, volvamos a formular la relación de la PTI en términos del tipo de cambio spot:

$$S = \frac{1}{1 + \frac{i_f}{i_s}} F \quad (6.5)$$

La ecuación 6.5 indica que, dado el tipo de cambio forward, el tipo spot dependerá de las tasas de interés relativas. En igualdad de condiciones, un incremento de la tasa de interés en Estados Unidos llevará a un valor de cambio más alto del dólar.⁸ Esto ocurre porque una tasa de interés más alta en Estados Unidos atraerá capital hacia el país, al incrementar la demanda de dólares. Por otra parte, un decremento de la tasa de interés en Estados Unidos disminuirá el valor de cambio del dólar.

Además de las tasas de interés relativas, el tipo de cambio forward es un factor importante para determinar el tipo de cambio spot. En ciertas condiciones, cabe decir que el tipo de cambio forward es el tipo de cambio spot que se espera a futuro, condicionado a toda la información relevante que tengamos disponible ahora, es decir:

$$F = E(S_{t+1} | I_t) \quad (6.6)$$

donde S_{t+1} es el tipo spot a futuro cuando vence el contrato de forwards, del mismo modo, I_t denota la información que está disponible en el presente.⁹ Si combinamos la ecuación 6.5 y la 6.6 tendremos:

$$S = \frac{1}{1 + \frac{i_f}{i_s}} E(S_{t+1} | I_t) \quad (6.7)$$

Es importante señalar dos puntos de la ecuación 6.7. En primer término, la “expectativa” tiene un papel fundamental para determinar el tipo de cambio. Concretamente, el tipo de cambio esperado a futuro se presenta como un determinante central del tipo de cambio corriente; es decir, cuando las personas “esperan” que el tipo de cambio suba en el futuro, éste sube en el presente. Por lo tanto, las expectativas de las personas se cumplen solas. En segundo, los hechos noticiosos mueven el comportamiento del tipo de cambio. Las personas se forman expectativas con base en toda la información (I_t) que poseen. Dado que reciben noticias continuamente, se actualizarán sus expectativas de igual forma. De este modo, el tipo de cambio propende a exhibir un comportamiento *dinámico y volátil* al corto plazo, en respuesta a distintos hechos noticiosos. Por definición, los hechos noticiosos son impredecibles, lo cual hace que pronosticar los tipos de cambio a futuro sea una tarea muy ardua.

Si sustituimos el tipo de cambio forward F por el tipo de cambio spot que se espera a futuro $E(S_{t+1})$ de la ecuación 6.3 tendremos:

$$\frac{dS}{S} = \frac{i_f - i_s}{1 + \frac{i_f}{i_s}} E(e) \quad (6.8)$$

donde $E(e)$ es la variación esperada para el tipo de cambio; es decir, $[E(S_{t+1}) - S_t]/S_t$. La ecuación 6.8 dice que el diferencial de las tasas de interés de un par de países es —aproximadamente— igual a la variación esperada para el tipo de cambio. Esta relación se conoce como la **paridad de las tasas de interés al descubierto**.¹⁰ Por ejemplo, si la tasa de interés anual es de 5% en Estados Unidos y de 8% en el Reino Unido, como supusimos en nuestro ejemplo numérico, la PTI al descubierto sugiere la expectativa de que la libra se deprecie frente al dólar alrededor de 3%; $E(e) \approx -3\%$, si lo planteamos de otra manera.

Razones que explican las desviaciones de la paridad de las tasas de interés

Si bien la PTI suele ser muy constante, podría no cumplirse con exactitud todo el tiempo a causa, cuando menos, de dos razones: los costos de transacción y los controles del capital.

En los ejemplos anteriores de las operaciones para el ACTI, supusimos implícitamente, entre otras cosas, que no había costos de transacción. Por ello, en nuestro primer ejemplo del

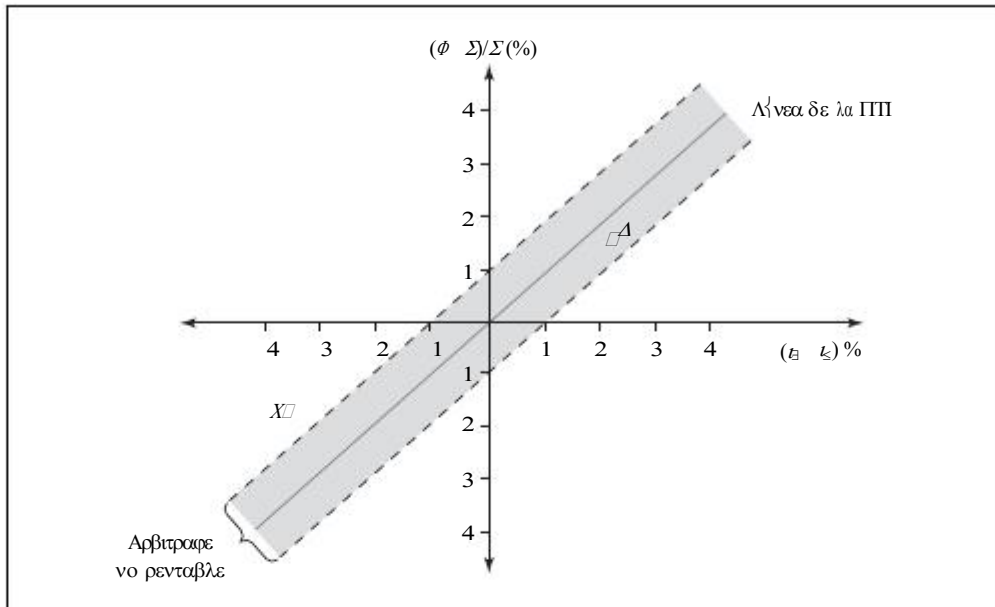
⁸ Una tasa de interés más alta en Estados Unidos (i_s) conducirá a un tipo de cambio spot más bajo (S), lo cual significa un dólar más fuerte. Nótese que la variable S representa la cantidad de dólares estadounidenses por libra.

⁹ La información relevante debe incluir la masa monetaria, las tasas de interés, las balanzas comerciales, etc., que podrían influir en los tipos de cambio.

¹⁰ Como veremos en breve, la misma relación también se conoce como el efecto internacional de Fisher.

ILUSTRACIÓN 6.4

Paridad de las tasas de interés con costos de transacción



ACTI, por cada dólar tomado a préstamo a la tasa de interés de Estados Unidos (i_s), el arbitraante podría realizar la cantidad siguiente de utilidad positiva:

$$(F/S)(1 - i_b) - (1 - i_s) > 0 \tag{6.9}$$

En la realidad, sí existen costos de transacción. La tasa de interés que se aplica al dinero que el arbitraante toma a préstamo, i^a , suele ser más alta que la tasa a la que lo presta, i^b , lo cual refleja el diferencial de la compra-venta. Por otra parte, en el mercado de divisas también existen diferenciales en la compra-venta. El arbitraante tiene que comprar divisas a un precio de venta más alto y venderlas a un precio de compra más bajo. Cabe considerar que cada una de las cuatro variables de la ecuación 6.9 representa el punto medio del diferencial.

Debido a los diferenciales, la utilidad del arbitraje por cada dólar tomado a préstamo podría no ser positivo:

$$(F^b/S^a) (1 - i_{b^a}) - (1 - i_{s^a}) \leq 0 \tag{6.10}$$

en donde los superíndices a y b de los tipos de cambio y las tasas de interés denotan el precio de venta y de compra, respectivamente. Esto se debe a que

$$\begin{aligned} (F^b/S^a) &< (F/S) \\ (1 - i_{b^a}) &< (1 - i_b) \\ (1 - i_{s^a}) &> (1 - i_s) \end{aligned}$$

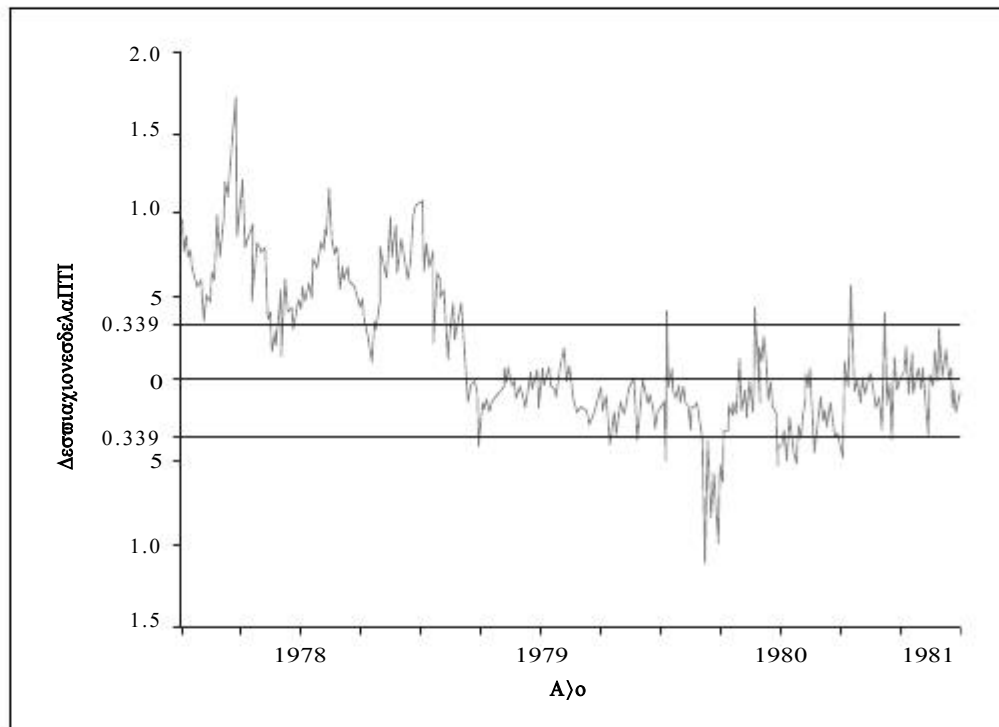
Si la utilidad del arbitraje resulta negativa debido a los costos de transacción, la desviación actual de la PTI no representa una oportunidad para un arbitraje rentable. Por lo tanto, cabe mencionar que la línea de la PTI de la ilustración 6.4 se incluye dentro de una banda que la rodea y sólo las desviaciones de la PTI que quedan fuera de la banda, como el punto C, representan oportunidades para un arbitraje rentable. Las desviaciones de la PTI que quedan dentro de la banda, como el punto D, no representarían oportunidades para un arbitraje rentable. La amplitud de la banda dependerá de la cuantía de los costos de transacción.

Otra razón importante que explica las desviaciones de la PTI está en los controles al capital que imponen los gobiernos. Por distintas razones macroeconómicas, los gobiernos en ocasiones restringen la entrada y la salida de flujos de capital.¹¹ Los gobiernos lo hacen con la fijación de

¹¹ Los gobiernos muchas veces imponen controles al capital con la intención de mejorar la situación de la balanza de pagos y para mantener el tipo de cambio dentro de un nivel deseable.

ILUSTRACIÓN 6.5

Desviaciones de la PTI: Japón, 1978-1981 (puntos porcentuales)



Νοτα: Σε υπλζαρον δατος διαριος παρα χομπυταρ λασ δεσπιαχιονεσε. Λα ζωνα δελμιταδα πορ 0.339 ψ 0.339 ρεπρεσεντα λα αμπλιτυδ μεδια δε λα βανδα θυε χειχωνδα λα ΠΠΙ θυραντε ελ περιοδο δε λα μνεστρα.

Φυενε: Ι. Οτανι ψ Σ. Τωκαν, □Χαπιταλ, χοντρολεσ ανδ ινταρεστ ρατε παρτην, τηε φαπανεσε εζπεριενχε, 1978-81□, *ΙΜΦ.Σταφφ Πασπερσ*, ν μ. 28, 1981, ππ. 793-816.

máximos, al gravar impuestos o incluso al imponer prohibiciones francas a los movimientos al capital que entran o salen del país. Estas medidas de control impuestas por los gobiernos pueden afectar de hecho el proceso de arbitraje y, por lo tanto, las desviaciones de la PTI podrían persistir.

Un ejemplo histórico muy interesante es el caso de Japón, donde el gobierno japonés imponía y levantaba los controles al capital indistintamente hasta diciembre de 1980, cuando optó por liberalizar los flujos internacionales de capital. Otani y Tiwari (1981) investigaron el efecto que los controles al capital tuvieron en las desviaciones de la PTI durante el periodo de 1978-1981. Computaron las desviaciones de la paridad de las tasas de interés (DPTI) así:¹²

$$DPTI = [(1 - i_{\psi})S / (1 - i_{\xi})F] - 1 \quad (6.11)$$

Donde:

- i_{ψ} tasas de interés sobre bonos Gensaki a tres meses.¹³
- i_{ξ} tasas de interés sobre depósitos en eurodólares a tres meses.
- S tipo de cambio spot del yen/dólar en Tokio.
- F tipo de cambio forward a tres meses del yen/dólar en Tokio.

La ilustración 6.5 muestra las desviaciones de la PTI computadas de esta manera. Si la PTI se cumple estrictamente, entonces las desviaciones quedarían distribuidas de forma aleatoria y el valor esperado sería nulo.

No obstante, la ilustración 6.5 muestra que las desviaciones de la PTI no rondan para nada en torno a cero. Las desviaciones fueron muy sustantivas en algunas ocasiones hasta cerca de finales de 1980. Las más grandes fueron en 1978. Esto se puede atribuir a las distintas medidas

¹² Los lectores pueden constatar que las DPTI de la ecuación 6.11 serán nulas, si la PTI se cumple con exactitud.

¹³ Los bonos Gensaki, emitidos en el mercado monetario de Tokio, se venden con un contrato de recompra. Las tasas de interés de los bonos Gensaki son determinadas por las fuerzas del mercado, pero distintas imperfecciones del mercado las pueden afectar.

que tomó el gobierno japonés para desalentar la entrada de capitales, con la intención de evitar que el yen se apreciara. A medida que se eliminaron estas medidas en 1979, las desviaciones disminuyeron. Sin embargo, volvieron a aumentar considerablemente en 1980, reflejaron la introducción del control impuesto a los capitales; es decir, se pidió a las instituciones financieras japonesas que desalentaran los depósitos en monedas extranjeras.

En diciembre de 1980, Japón adoptó una nueva *Ley de control del comercio exterior y las divisas*, que en términos generales liberalizaba las operaciones con divisas extranjeras. No es extraño que las desviaciones rondan en torno al cero en el primer trimestre de 1981. La evidencia empírica que presenta la ilustración 6.5 refleja estrechamente los cambios de los controles al capital durante el periodo estudiado. Esto implica que las desviaciones de la PTI, sobre todo en 1978 y 1980, no representan oportunidades para obtener utilidades que no se han explotado, sino que, por el contrario, reflejan la existencia de barreras sustantivas para el arbitraje entre países.

Paridad del poder de compra

Cuando la ley del precio único (LPU) se aplica internacionalmente a una *canasta básica de mercancías*, llegamos a la teoría de la **paridad del poder de compra** (PPC). Esta teoría explica que el tipo de cambio de las monedas de dos países debe ser igual a la proporción de los niveles de precios de los países. La idea básica de la PPC se presentó inicialmente por los economistas clásicos, como David Ricardo en el siglo XIX. Pero Gustav Cassel, el economista sueco, fue quien popularizó la PPC en la década de 1920. En aquellos años, muchos países, entre otros Alemania, Hungría y la Unión Soviética, registraron hiperinflación. A medida que el poder adquisitivo de las monedas de esos países disminuía ostensiblemente, esas mismas monedas también se depreciaban de manera notable frente a monedas estables como el dólar estadounidense. La PPC adquirió popularidad con este telón histórico de fondo.

Dejemos que $P_{\$}$ sea el precio en dólares de la canasta básica de mercancías en Estados Unidos y que $P_{£}$ sea el precio en libras de la misma canasta en el Reino Unido. En términos formales, la PPC dice que el tipo de cambio entre el dólar y la libra debe ser

$$S = P_{\$}/P_{£} \quad (6.12)$$

donde S es el precio en dólares de una libra. La PPC implica que si la canasta básica de mercancías cuesta 225 dólares en Estados Unidos y 150 libras en el Reino Unido, entonces el tipo de cambio debe ser 1.50 dólares por libra:

$$\$1.50/£ = \$225/£150$$

Si el precio de la canasta básica es más alto en Estados Unidos, por ejemplo 300 dólares, entonces la PPC dicta que el tipo de cambio será más alto, es decir, $\$2.00/£$.

Para presentar una interpretación alternativa de la PPC, volvamos a escribir la ecuación 6.12 de la manera siguiente:

$$P_{\$} = S P_{£}$$

Esta ecuación dice que el precio de la canasta básica en dólares, en Estados Unidos, $P_{\$}$, debe ser igual al precio de la canasta en dólares en el Reino Unido, es decir $P_{£}$, multiplicado por S . En otras palabras, la PPC requiere que el precio de la canasta básica de mercancías sea el mismo en los países cuando se mide con una moneda común. Está claro que la PPC es la manifestación de la ley del precio único aplicada a la canasta básica de consumo. Como explica el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulada “Las monedas Big Mac”, la PPC es una forma de definir el tipo de cambio de equilibrio.

Como una guía simpática del nivel “correcto” de los tipos de cambio, *The Economist* compila cada año los precios locales que la Big Mac tiene en el mundo y computa la llamada “PPC de la Big Mac”, o sea el tipo de cambio que igualaría los precios de las hamburguesas de Estados Unidos con los de otros lugares. Para poder comparar esta PPC con el tipo de cambio real, se puede considerar que una moneda está sub o sobrevaluada. En abril de 2002, una Big Mac costaba (en promedio) 2.49 dólares en Estados Unidos y 2.50 pesos en Argentina. Por lo tanto, la PPC de la Big Mac sería del orden de un peso por dólar. No obstante, el tipo de cambio real es de 3.13 pesos por dólar, lo cual implica que el peso está sumamente subvaluado. Por otro

www.economist.com/markets/Bigmac/Index.cfm

ofrece una explicación de la teoría de los cambios mediante el índice Big Mac.



Las monedas Big Mac

Εν ἄλλοις ρεχιεντες, λασ περσονασ θυε προνοστιχαν λασ μοπιμιεντοσ δε λασ μονεδασ αφρονταν μυχηασ διφιχυλταδεσ. Πορ εφεμπλο, λα μαγορἰα εσπεραβα θυε ελ ευρο συβιερα δεσπυλσ δε συ ιντροδυχυλιν εν 1999, περο βαυλ. Χυανδο Εσταδοσ Υνιδοσ εντρἰ εν υνα ρεχεσι λιν ελ α)ο πασαδο, ελ δἰλαρ εσταβα δεστιναδο α βαυρα, περο συβιλ. Πορ εστε μοτιπο, παρα αυυδοσ α λασ προνοστιχαδορεσ α χαπταρλοσ τιποσ δε χαμβιο εν ρεαλιδαδ, *Τηε Εχονομιστ* η αχτυαλιζαδο συ λινδιχε Βιγ Μαχ.

Ινπενταδο ηαχε 16 α)οσ χον ελ οβφερο δε σερ υνα γυλἰα συμπετιχα παρα σαβερ σι λασ μονεδασ εστἰν εν συ υνελ [χορρεχτο], ελ λινδιχε σε βασα εν λα τεορἰα δε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα (ΠΠΧ). Α λα λαργα λασ τιποσ δε χαμβιο δε λασ παλἰσσεσ δεβεν οσγυλαρ ηαχια τιποσ θυε ιγυαλεν λασ πρεχιοσ δε υνα χαναστα ιδἰντιχα δε βιενεσ ψ σερχιοσ. Εν υνεστρα χαναστα τενεμοσ υνα Βιγ Μαχ δε ΜχΔοναλδἰσ, προδυχιδα εν 120 παλἰσσεσ. Λα ΠΠΧ δε λα Βιγ Μαχ εσ ελ τιπο δε χαμβιο θυε ηαρἰα θυε λασ ηαμβυργυεσασ χοσταραν λο μιμοσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ θυε εν οτροσ λυγαρεσ. Σι χομπαραμοσ εστοσ τιποσ χον λασ ρεαλεσ, ποδρεμοσ περ σι υνα μονεδα εστἰν ο σοβρεπαλυαδα.

Λα πριμερα χολυμνα δε λα ταβλα μυεστρα λασ πρεχιοσ δε υνα Βιγ Μαχ εν λα μονεδα λογαλ. Λα σεγυνδα λασ χονπιερε α δἰλαρεσ. Ελ πρεχιο προμεδιο εσταδουνιδενεσ ηα βαυραδο λυγεραμιεντε α λο λαργο δελ α)ο πασαδο, α 2.49 δἰλαρεσ. Λα Βιγ Μαχ μ(σ βαυρατα σε ενχυεντρα εν Αργεντινα (78 χενταποσ), τρασ λα ενορμε δεπαλυαλιν εν θυε ρεχιστρἰ λα μονεδα δελ παλἰσ, λα μ(σ χαρα (€3.81) εστἰν εν Συιζα. (Εν υνεστρο σπιο ωεβ ενχοντραρ(υνα λιστα μ(σ λαργα δε παλἰσσεσ). Αλ τενορ δε εστα μεδιδα, ελ πεσο Αργεντινο εσ λα μονεδα μ(σ σοβρεπαλυαδα ψ ελ φραχο συιζο λα μ(σ σοβρεπαλυαδα.

Λα τερχερα χολυμνα χαλχυλα λα ΠΠΧ δε λα Βιγ Μαχ. Πορ εφεμπλο, σι διπιδιμοσ ελ πρεχιο δε θαπ λιν εντρε ελ δε Εσταδοσ Υνιδοσ τενδρεμοσ υνα ΠΠΧ δε 105 ψνεσ πορ δἰλαρ. Εστο ιμπλιχα θυε λα σοβρεπαλυαχ λιν δελ ψεν εσ δε 19%. Ελ ευρο σἰλο τιενε υνα σοβρεπαλυαχ λιν δελ 5% εν ρελαχ λιν χον ελ ΠΠΧ δε συ Βιγ Μαχ, χιφρα μυψ ινφεριορ α λα θυε μανεφαν μυχηοσ εχονομιστασ. Λα ζονα δελ ευρο ταλ πεζ τεγγα υνα σολα μονεδα, περο ελ πρεχιο δε υνα Βιγ Μαχ παρἰα αμπλιαμεντε, δε 2.15 ευροσ εν Γρεχια α 2.95 ευροσ εν Φραγια. Νο οβσταντε, λα βανδα σε ηα εστρεχηαδο εν υν α)ο. Αδεμ(σ, λασ πρεχιοσ ταμβιλιν παρἰαν μυχηο δεντρο δε Εσταδοσ Υνιδοσ, λο χυαλ εξπλιχα πορ θυλ υλιζαμοσ ελ πρεχιο προμεδιο δε χυατρο χυυδαδεσ.

Ελ δἰλαρ αστραλιανο εσ λα μονεδα μ(σ σοβρεπαλυαδα δελ μυνδο ριχο, 35% πορ δεβαρο δε λα ΜχΠαριδαδ. Ασἰ πνεσ, νο εσ ραρο θυε λα εχονομἰα αστραλιανα εστυπερα ταν φυερε ελ α)ο πασαδο. Εν

χαμβιο, λα λυβρα εστερλινα εσ υνα δε λασ ποχασ μονεδασ θυε εστἰν ο σοβρεπαλυαδα φρεντε αλ δἰλαρ υν 16%; εσ δεχιρ εσ 21% δεμασιαδο φυερε φρεντε αλ ευρο.

Εν γενεραλ, ελ δἰλαρ αηορα λυχε μ(σ σοβρεπαλυαδο φρεντε αλ προμεδιο δε οτρασ μονεδασ σἰλιδασ θυε εν οτρο μομεντο χυαλθυιερα δε λα εξιστενχια δελ λινδιχε Βιγ Μαχ. Λα μαγορ παρτε δε λασ μονεδασ δε λασ μερχαδοσ εμεργεντεσ ταμβιλιν λυχεν βαυρατασ φρεντε αλ δἰλαρ. Μ(σ δε λα μιταδ δε λασ μονεδασ δε λασ μερχαδοσ εμεργεντεσ εστἰν σοβρεπαλυαδασ μ(σ δε 30%. Εστο ιμπλιχα θυε τοδα μονεδα θυε εστἰν χερχα δε λα ΜχΠαριδαδ (πορ εφεμπλο ελ πεσο αργεντινο ελ α)ο πασαδο ο ελ μεξιχανο εν λα αχτυαλιδαδ) εσταρ(σοβρεπαλυαδα φρεντε α λασ δε οτροσ ριβαλεσ δε λασ μερχαδοσ εμεργεντεσ.

Ελ αρυστε ηαχια λα ΠΠΧ νο σιεμπρε σε ρεφλερα χομο υνα παρλαχι λιν εν λασ τιποσ δε χαμβιο. Ταμβιλιν σε πυεδε προδυχιρ, εν παρτε, εν ραζ λιν δε χαμβιοσ δε πρεχιοσ. Εν 1995, ελ ψεν εσταβα σοβρεπαλυαδο αλ 100%. Δεσδε εντονηεσ ηα βαυραδο 35%, περο ελ πρεχιο δε υνα ηαμβυργυεσα φραπνεσα ταμβιλιν βαυλ υνα τερχερα παρτε.

Χαδα πεζ θυε αχτυαλιζαμοσ υνεστρο λινδιχε Βιγ Μαχ, λασ λεχορεσ σε θυεραν θυε λα ηαμβυργυεμετρἰα νο λλερα α φονδο. Λα Βιγ Μαχ εσ υνα χαναστα ιμπερφεχτα. Λασ ηαμβυργυεσασ νο σε πυεδεν ιντερχαμβιαρ εντρε παλἰσσεσ, λασ πρεχιοσ πυεδεν διστορσιοναρσε εν ραζ λιν δε λασ ιμπερεστοσ, δε διστιντοσ διφερενχιαλεσ δε υπλιδαδ ο δε διφερενχιασ εν ελ χοστο δε βιενεσ ψ σερχιοσ νο ιντερχαμβιαβλεσ, χομο λασ αλθυλερεσ. Νο οβσταντε, παρעהε θυε τιενε σεντιδο σεγυιρ χον λα ηαμβυργυεμετρἰα.

Πορ εφεμπλο, εν 1999, ελ λινδιχε Βιγ Μαχ συγριλ θυε, εν ελ μομεντο δε συ ιντροδυχυλιν, ελ ευρο εσταβα σοβρεπαλυαδο, χυανδο χασι τοδοσ λασ εχονομιστασ προνοστιχαρον θυε συβιρἰα χαρισοσ εστοδιοσ χομφιρμιαν θυε, α λα λαργα λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα (ιγλυσιπε λα ΠΠΧ δε λα Βιγ Μαχ) εσ υνα γυλἰα ραζοναβλεμεντε βυενα παρα χονοχερ λασ μοπιμιεντοσ δε λασ τιποσ δε χαμβιο.

Νο οβσταντε, λασ μονεδασ σε πυεδεν δεσπιαρ δε λα ΠΠΧ δυραντε περιοδοσ λαργοσ. Α πρινηχιποσ δε λα δἰλχαδα δε 1990, ελ λινδιχε Βιγ Μαχ ενπιλ ρεπετιδασ απισοσ θυε σε)αλαβαν θυε ελ δἰλαρ εσταβα σοβρεπαλυαδο, νο οβσταντε σε δεσλιζἰλ δυραντε παριοσ α)οσ ηαστα θυε διο υν γιρο. Νυεστρασ χιφρασ μ(σ ρεχιεντεσ συγιερεν θυε, αντεσ ο δεσπυλσ, ελ ποδεροσο δἰλαρ σε ποδρἰα δερρυμβαρ, παρα αγραδο δε λασ φαν(τιχοσ δε λα ηαμβυργυεμετρἰα.

Φυεντε: □ Εχονομιχο φοχοσ Βιγ Μαχ Χυρρενχεσ, *Τηε Εχονομιστ*, 27 δε αβριλ δε 2002, π. 76.

lado, la PPC de la Big Mac de Suiza es de 2.53 francos suizos por dólar, en comparación con el tipo de cambio real de 1.66 francos por dólar. Esto implica que el franco suizo está muy sobrevaluado.

La relación de la PPC de la ecuación 6.12 se conoce como la versión *absoluta* de la PPC. Cuando la relación de la PPC se presenta en forma de la “tasa de variación” tendremos la versión *relativa*:

$$e = \left(\frac{p_{\$}}{1} - \frac{p_{\pounds}}{p_{\pounds}} \right) / H p_{\$} - p_{\pounds} \quad (6.13)$$

donde e es la variación del tipo de cambio y $y_{\$}$ y y_{\pounds} son las tasas de inflación de Estados Unidos y el Reino Unido, respectivamente. Por ejemplo, si la tasa de inflación anual es de 6% en

El parámetro de la hamburguesa					
	Πρεχιοσ δε υνα Βιγ Μαχ		ΠΠΧ* μπλήχιτα δελ δ/λαρ	Τιπο δε χαμβιο ρεαλ δελ δ/λαρ 23/04/02	ζαλλαχι γν πορ δεβαφο ()/ενχιμα () δελ δ/λαρ, %
	εν μονεδα λοχαλ	εν δ/λαρεσ			
Αργεντινα	2.50 πεσοσ	0.78	1.00	3.13	68
Αυστραλια	3.00 ΔΑ	1.62	1.20	1.86	35
Βρασίλ	3.60 ρεάλεσ	1.55	1.45	2.34	38
Χαναδ(	3.33 ΔΧ	2.12	1.34	1.57	15
Χηίλε	1 400 πεσοσ	2.16	562	655	14
Χιηινα	10.50 ψυανεσ	1.27	4.22	8.28	49
Χορεα δελ Συρ	3 100 ωονεσ	2.36	1 245	1 304	5
Διναμαρχα	24.75 ΧΔ	2.96	9.94	8.38	19
Εσταδοσ Υνιδοσ [□]	2.49 Δλσ.	2.49	□	□	□
Φίλιππασ	65.00 πεσοσ	1.28	26.1	51.0	49
Γραν Βρετα)α	1.99 λιβρασ	2.88	1.25 [□]	1.45 [□]	16
Ηονγ Κονγ	11.20 ΔΗΚ	1.40	4.50	7.80	42
Ηυνγρ)α	459 φοριντσ	1.69	184	272	32
Ινδονεσια	16 000 ρυπιασ	1.71	6 426	9 430	32
Ισραήλ	12.00 σηκεελσ	2.51	4.82	4.79	1
Θαπ γν	262 ψενεσ	2.01	105	130	19
Μαλασια	5.04 ΔΜ	1.33	2.02	3.8	47
Μίξιχο	21.90 πεσοσ	2.37	8.80	9.28	5
Νεεπα Ζελανδα	3.95 ΔΝΖ	1.77	1.59	2.24	29
Περ|	8.50 νεεποσ σολεσ	2.48	3.41	3.43	1
Πολοινα	5.90 ζλοτψσ	1.46	2.37	4.04	41
Ρεπ βλιχα Χιηεχα	56.28 χορονας	1.66	22.6	34.0	33
Ρυσια	39.00 ρυβλοσ	1.25	15.7	31.2	50
Σιγγαπυρ	3.30 ΔΣ	1.81	1.33	1.82	27
Συδ(φριχα	9.70 ρανδσ	0.87	3.90	10.9	64
Συεχια	26.00 ΧΣ	2.52	10.4	10.3	1
Συιζα	6.30 ΦΣ	3.81	2.53	1.66	53
Ταλανδια	55.00 βαητσ	1.27	22.1	43.3	49
Ταιω)ν	70.00 ΝΤ	2.01	28.1	34.8	19
Τυρθ)α	4 000 000 λιρασ	3.06	1 606 426	1 324 500	21
ζενεζυελα	2 500 βολ)παρεσ	2.92	1 004	857	17
Ζονα δελ ευρο	2.67 ευροσ	2.37	0.93*	0.89*	5

* Παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα: πρεχιο λοχαλ διπιδιδο εντρε πρεχιο δε Εσταδοσ Υνιδοσ.
[□] Προμεδιο δε Νεεπα Ψορκ, Χιηιχαγο, Σαν Φρανχισχο ψ Ατλαντα.
[□] Δ/λαρεσ πορ λιβρα
^{*} Δ/λαρεσ πορ ευρο
Φυεντε: Μηχδονα)δ)σ, Τηε Εχονομιστ.

Estados Unidos y de 4% en el Reino Unido, entonces la libra se debería apreciar frente al dólar alrededor de un 2%; es decir, e 2% al año. Cabe señalar que aun cuando la PPC absoluta no se cumpla, la PPC relativa sí se podría cumplir.¹⁴

Desviaciones de la PPC y el tipo de cambio real

El hecho de que la PPC se cumpla o no tiene importantes implicaciones para el comercio internacional. Si la PPC se cumple y, por lo tanto, los diferenciales de las tasas de inflación de los países son compensados exactamente por las variaciones de los tipos de cambio, entonces las posiciones competitivas de los países en los mercados mundiales de exportación no se verán

¹⁴ De la ecuación 6.12 obtenemos $(1 - e) = (1 - s)/(1 - \epsilon)$. Si reordenamos la expresión anterior tendremos $e = (s - \epsilon)$, más o menos $e = s - \epsilon$ como en la ecuación 6.13.

afectadas sistemáticamente por las variaciones de los tipos de cambio. No obstante, si hay desviaciones de la PPC, las fluctuaciones de los tipos de cambio nominales provocan variaciones en los **tipos de cambio reales**, lo que afecta las posiciones competitivas internacionales de los países. Esto a su vez, afectará sus balanzas comerciales.

El tipo de cambio real, q , que mide las desviaciones de la PPC se puede definir de la manera siguiente:¹⁵

$$q = \frac{1}{1 + e} \frac{\$}{\pounds} \quad (6.14)$$

Primero observe que si la PPC se cumple, es decir, $(1 + e) = (1 + s)/(1 + \epsilon)$, entonces el tipo de cambio real será una unidad, $q = 1$. Por ejemplo, suponga que la tasa de inflación anual es de 5% en Estados Unidos y de 3.5% en el Reino Unido y que el dólar se deprecia 4.5% frente a la libra. Entonces, el tipo de cambio real será 0.97:

$$q = (1.05)/(1.045)(1.035) = 0.97$$

En el ejemplo anterior, el dólar se depreció más de lo que mandaría la PPC, para reforzar así la competitividad de las industrias estadounidenses en el mercado mundial. Si el dólar se depreciara menos que el diferencial de la tasa de inflación, entonces el tipo de cambio real será superior a la unidad, con el debilitamiento de la competitividad de las industrias estadounidenses. En resumen:

- $q < 1$: la competitividad del país doméstico no se altera.
- $q > 1$: la competitividad del país doméstico mejora.
- $q < 1$: la competitividad del país doméstico se deteriora.

La ilustración 6.6 presenta de forma gráfica los tipos de cambio “efectivos” del dólar estadounidense, el yen japonés, el dólar canadiense, el peso mexicano, el yuan chino y la libra británica a partir de 1980. Sin embargo, los tipos de las gráficas de la ilustración 6.6 son los “índices” del tipo de cambio efectivo real computados mediante la base del año 2000; es decir, $2000 = 100$. El tipo de cambio efectivo real es un promedio ponderado de los tipos de cambio reales bilaterales con el peso de cada moneda extranjera, determinado por la participación de un país en el comercio internacional del país doméstico. El tipo de cambio real efectivo aumenta si la inflación doméstica excede a la inflación exterior y el tipo de cambio nominal no se deprecia para compensar la tasa de inflación doméstica más elevada. Por lo tanto, si el tipo de cambio efectivo real sube (baja), entonces la competitividad del país doméstico baja (mejora). Cabe señalar que el tipo de cambio efectivo real del yuan chino bajó ostensiblemente en la primera mitad de la década de 1980 y ha permanecido en un nivel bajo desde entonces.

Evidencia sobre la paridad del poder de compra

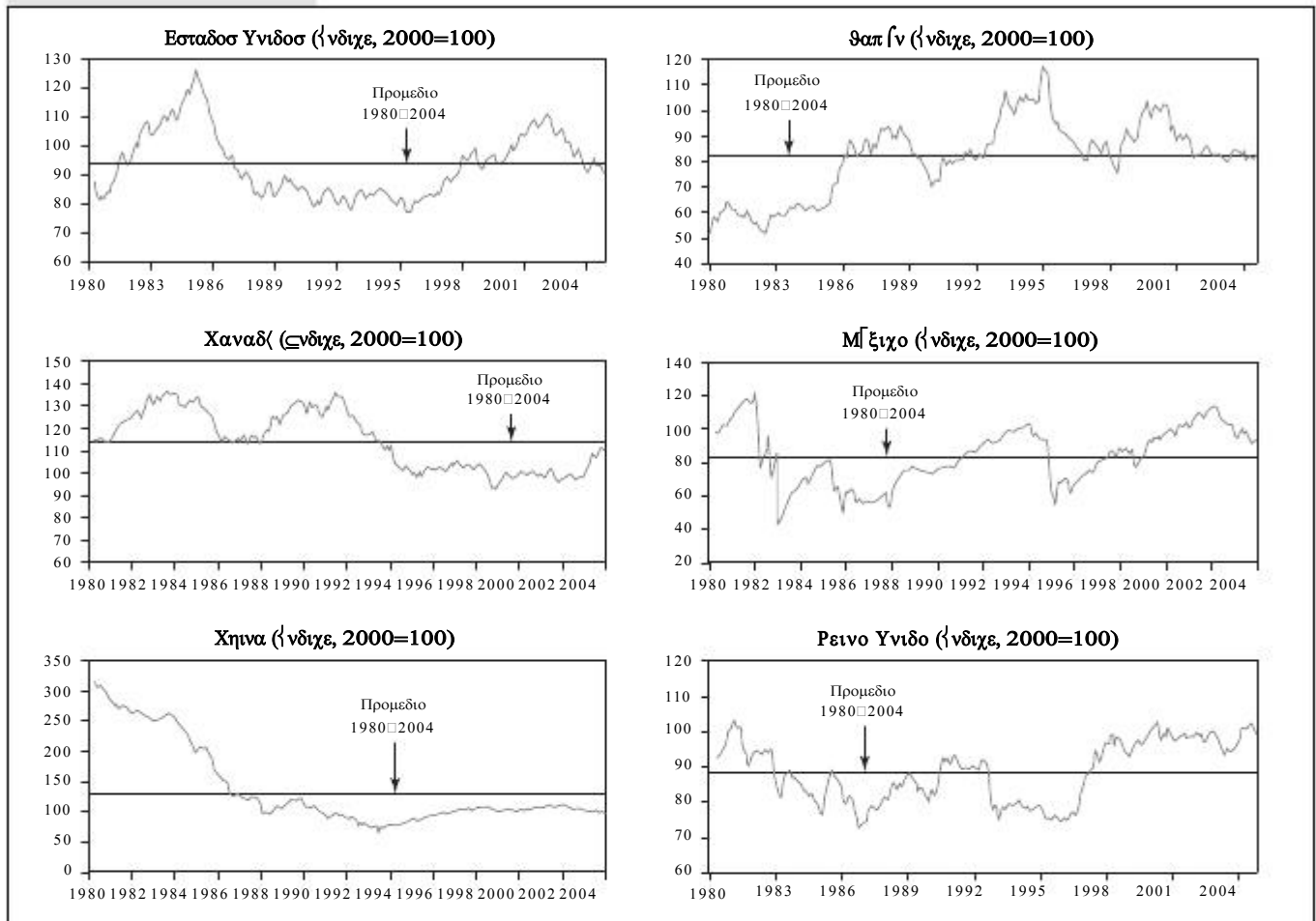
Como dejan en claro las explicaciones anteriores, el hecho de que la PPC se cumpla o no en la realidad tiene enorme importancia. Dado que la PPC es la manifestación de la ley de un precio único aplicada a una canasta básica de mercancías, se cumplirá sólo si los precios de las mercancías que la constituyen son igualados en una moneda dada para todos los países y si la composición de la canasta de consumo es la misma en todos los países.

La PPC ha sido tema de diversos ensayos, los cuales en general han dado resultados negativos. Por ejemplo, Richardson (1978), en su estudio del arbitraje de mercancías desagregadas entre Estados Unidos y Canadá, no pudo detectar un arbitraje de mercancías en el caso de una gran parte de categorías de mercancías. Richardson reportó: “La presencia de un arbitraje de mercancía se podría rechazar, con 95% de confianza, en el caso de un mínimo de 13 de los 22 grupos de mercancías” (p. 346). Si bien Richardson no hizo una prueba directa de la PPC, se puede considerar que sus resultados son noticias sumamente negativas para la PPC. Si el arbitraje de mercancías es imperfecto entre países vecinos, como Estados Unidos y Canadá que

¹⁵ El tipo de cambio real mide el grado de las desviaciones de la PPC durante un periodo determinado, en el supuesto de que la PPC se cumplía más o menos en un punto de partida. Si la PPC se cumple continuamente, entonces el tipo de cambio real será una unidad.

ILUSTRACIÓN 6.6

Tipo de cambios reales y efectivos con monedas seleccionadas



Φυεντε: Δατασρεαμ.

tienen relativamente pocas restricciones comerciales, es poco probable que la PPC se cumpla mucho mejor en el caso de otros pares de países.

La ilustración 6.7, titulada “Guía de los precios del mundo” también ofrece pruebas contrarias a la paridad de precios de las mercancías. El precio de la aspirina (100 unidades) va de 2.30 dólares en la ciudad de México a 31.99 dólares en Tokio. Asimismo, el precio de un corte de cabello para caballero va de 13.75 dólares en la ciudad de México a 79.58 en Copenhague. Un corte de cabello cuesta seis veces más en Copenhague que en la Ciudad de México. No obstante, el diferencial de precios seguramente persistirá porque los cortes de cabello sencillamente no son objeto de intercambio. En cambio, la disparidad de precios de la película fotográfica es una mercancía bastante estándar que se intercambia activamente entre países.

Kravis y Lipsey (1978) estudiaron la relación entre las tasas de inflación y los tipos de cambio y encontraron que los niveles de precios se pueden distanciar mucho si no son corregidos rápidamente por vía del arbitraje, al rechazar así la noción de una estructura integrada de los precios internacionales de las mercancías. Asimismo, Adler y Lehman (1983) encontraron que las desviaciones de la PPC se presentan después de un recorrido aleatorio, sin exhibir tendencia alguna a revertirse a la PPC.

Frenkel (1981) reportó que si bien la PPC no servía de mucho para explicar el comportamiento de los tipos de cambio entre el dólar estadounidense y las principales monedas europeas, sí funcionaba algo mejor para explicar los tipos de cambio entre un par de monedas europeas, como la libra británica frente al marco alemán y el franco francés frente al marco alemán. El resultado de Frenkel se puede atribuir al hecho de que, además de la proximidad geográfica de los países

ILUSTRACIÓN 6.7

Guía de los precios del mundo: mayo de 2004^a

Υβιχαχι Γν	Χομιδα ρ(πιδα (1 υνιδαδ)	Ασπιρινα (100 υνιδαδεσ)	Χορτε χαβελλο χαβαλλερο (1 υνιδαδ)	Πελίχυλα φωτογρ(φιχα (24 εξποσιχιονεσ)
Ατενας	Ξ2.75	Ξ2.99	Ξ37.72	Ξ3.59
Χιυδαδ δε Μί ξιχο	Ξ2.48	Ξ2.30	Ξ13.75	Ξ4.07
Χοπενηαυε	Ξ4.50	Ξ13.61	Ξ79.58	Ξ9.64
Ηονγ Κογγ	Ξ1.54	Ξ19.02	Ξ73.40	Ξ3.08
Λονδρεσ	Ξ3.37	Ξ19.49	Ξ69.00	Ξ7.51
Λοσ Ξνγελεσ	Ξ4.53	Ξ13.11	Ξ23.09	Ξ5.64
Μαδριδ	Ξ3.35	Ξ18.14	Ξ25.72	Ξ4.20
Μυνιχη	Ξ3.29	Ξ23.35	Ξ24.55	Ξ7.18
Παρίσ	Ξ3.59	Ξ17.37	Ξ37.92	Ξ5.27
Ρίο δε θανειρο	Ξ1.86	Ξ7.31	Ξ14.83	Ξ3.41
Ρομα	Ξ3.23	Ξ23.65	Ξ31.88	Ξ3.89
Σιδνεψ	Ξ2.58	Ξ12.87	Ξ33.71	Ξ5.12
Τοκιο	Ξ2.42	Ξ31.99	Ξ50.86	Ξ4.95
Τοροντο	Ξ2.99	Ξ6.20	Ξ37.17	Ξ5.64
ζιεννα	Ξ3.29	Ξ15.81	Ξ44.91	Ξ4.78
Προμεδιο	Ξ3.05	Ξ15.15	Ξ39.87	Ξ5.20
Δεσπιαχι Γν μεδία	Ξ0.80	Ξ7.91	Ξ19.73	Ξ1.71
Χοεφιχιεντε δε παριαχι Γν ^β	0.26	0.52	0.49	0.33

^a Λοσ πρεχιουσ ινχλυμεν ελ ιμπυεστο σοβρε πεντασ ψ ελ ιμπυεστο αλ παλор αγρεγαδο, σαλπο εν λα πλαζα δε Εσταδοσ Υνιδοσ.

^β Ελ χοεφιχιεντε δε παριαχι Γν σε οβτιενε αλ δισπιδρ λα δεσπιαχι Γν εστ(νδορ εντρε ελ προμεδιο. Πορ λο ταντο, προπορχιωνα υνα μεδία δε δισπερσι Γν αφυσταδα παρα λα μαγνιτυδ δε λα παριαβλε.

Φυεντε: AIPINX.

européos, estos países pertenecen al Mercado Común Europeo, que tiene pocas barreras internas para el comercio y bajos costos de transporte. Sin embargo, incluso entre estas monedas europeas, Frenkel encontró que los niveles de precios relativos sólo son uno de los muchos factores que podrían influir en los tipos de cambio. Si la PPC se cumple estrictamente, los niveles de precios relativos deberían bastar para explicar el comportamiento de los tipos de cambio.

La evidencia en general desfavorable respecto a la PPC sugiere que existen importantes barreras para el arbitraje internacional de mercancías. Es evidente que los precios de las mercancías difieren de un país a otro, incluyendo los costos de transporte, sin activar el arbitraje. Si cuesta 50 dólares enviar una tonelada de arroz de Tailandia a Corea, el precio del arroz puede divergir hasta 50 dólares en cualquiera de las dos direcciones entre estos dos países. Asimismo, las desviaciones de la PPC pueden ser resultado de los aranceles y las cuotas que se hayan impuesto al comercio internacional.

Como es bien sabido, algunas mercancías jamás entran al comercio internacional. Algunos ejemplos de bienes que **no son intercambiables** son los cortes de cabello, los servicios médicos, la vivienda y cosas por el estilo. Estos bienes son inmuebles o inseparables de los prestadores de estos servicios. Suponga que un corte de cabello de primera cuesta 20 dólares en la ciudad de Nueva York, pero un corte comparable sólo cuesta 7 dólares en la ciudad de México. Es evidente que los cortes de cabello no se pueden importar de México a Estados Unidos. Usted puede viajar a México o hacer que el peluquero mexicano viaje a la ciudad de Nueva York y, por supuesto, las dos cosas son poco prácticas si se consideran los costos del viaje y las leyes migratorias. Por lo tanto, persistirá un gran diferencial en los precios de los cortes de cabello. En la medida que existan bienes que no son intercambiables, la PPC no se cumplirá en su versión absoluta. Si la PPC se cumple en el caso de bienes intercambiables y si los precios relativos entre los bienes intercambiables y los no intercambiables se mantienen, entonces la PPC se cumplirá en su versión relativa. No obstante es poco probable que estas condiciones se cumplan.

Incluso si la PPC no se cumple en la realidad, puede tener un papel muy útil para los análisis económicos. En primer término se puede utilizar el tipo de cambio determinado por la PPC como punto de referencia para decidir si la moneda de un país está sub o sobrevaluada frente a otras monedas. En segundo, muchas veces se pueden hacer comparaciones internacionales de datos económicos que tengan más sentido cuando utiliza tipos de cambio determinados por la

ILUSTRACIÓN 6.8

¿Qué tan grande es la economía de India?

Τίπο δε χαμβιο δε μερχαδο	Λογαρ	Τίπο δε χαμβιο ΠΠΧ
€10.87 βόλλονεσ	1	€10.87 βόλλονεσ
€4.33 Γαπίν	2	€6.43 Χηνα
€2.40 Αλεμανια	3	€3.58 Γαπίν
€1.79 Ρεινο Υνιδο	4	€3.10 Ινδια
€1.75 Φρανχια	5	€2.28 Αλεμανια
€1.47 Ιταλια	6	€1.63 Φρανχια
€1.41 Χηνα	7	€1.61 Ρεινο Υνιδο
€0.84 Εσπα/α	8	€1.56 Ιταλια
€0.83 Χαναδ/	9	€1.37 Βρασιλ
€0.63 Μίξιχο	10	€1.32 Ρουσια
€0.61 Χορεα	11	€0.96 Χαναδ/
€0.60 Ινδια	12	€0.93 Μίξιχο
€0.52 Αυστραλια	13	€0.92 Εσπα/α
€0.51 Παίσεσ Βαφοσ	14	€0.86 Χορεα
€0.49 Βρασιλ	15	€0.72 Ινδονεσια

PPC que cuando utiliza los determinados por el mercado. La ilustración 6.8, titulada “¿Qué tan grande es la economía de la India?” subraya este punto.

Suponga que usted quiere clasificar los países por orden de su producto interno bruto (PIB). Si usted utiliza los tipos de cambio de mercado, usted podrá sub o sobreestimar los verdaderos valores del PIB. La ilustración 6.8 presenta los valores del PIB de los principales países en 2003, computados mediante los tipos de cambio de la PPC como los de mercado. El lugar que ocupa un país en términos del valor del PIB es muy sensible al tipo de cambio que se utilice. La India ofrece un ejemplo asombroso. Cuando se utiliza el tipo de cambio del mercado, la India ocupa el lugar 12, después de países como Canadá, España y México. No obstante, si se emplea el tipo de cambio de la PPC, la India sube al cuarto lugar (!), después de Japón, pero antes de Alemania, Francia y el Reino Unido. China también sube del séptimo al segundo lugar, arriba de Japón, cuando utilizamos el tipo de cambio de la PPC. Por otra parte, el lugar de países como Canadá y España baja en la clasificación del PIB si se emplean tipos de cambio de la paridad del poder de compra.

Efecto de Fisher

Otra condición para la paridad que con frecuencia encontramos en la literatura es el **efecto de Fisher**. Este efecto explica que *un incremento (decremento) de la tasa de inflación esperada en un país producirá un incremento (decremento) proporcional de la tasa de interés de ese país*. En términos formales, el efecto de Fisher para Estados Unidos se escribiría así:

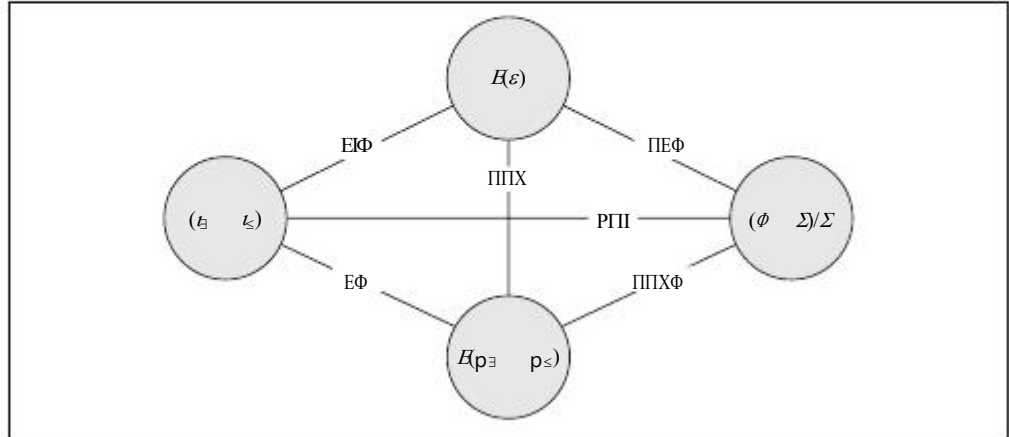
$$\dot{i}_s = E(\dot{s}) - E(s)H_s - E(\dot{s}) \quad (6.15)$$

donde \dot{s} denota la tasa de interés “real” de equilibrio esperada en Estados Unidos.¹⁶

¹⁶ Observe que la ecuación 6.15 se obtiene de la relación: $(1 + \dot{i}_s) = (1 + s)(1 + E(\dot{s}))$.

ILUSTRACIÓN 6.9

Relaciones internacionales de paridades de tipos de cambio, tasas de interés y tasas de inflación



Νοτας:

1. Χον ελ συπνεστο δε λα μιςμα τασα δε ιντερ[σ] ρεαλ, ελ εφεχτο δε Φισηερ (ΕΦ) ιμπλιχα θυε ελ διφερηνχιαλ δε λασ τασασ δε ιντερ[σ] εσ ηραλ αι διφερηνχιαλ δε λασ τασασ δε ινφλασι (ν εσπεραδασ.
2. Σι λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα (ΠΠΧ) η λα παριδαδ δε εζπεχτατιπασ δε λοσ φοροαρδσ (ΠΕΦ) σε χυμπλεν, εντονχεσ λα πριμα ο ελ δεσχυεντο δε λοσ τιποσ φοροαρδ σερ(ν ηραλεσ αι διφερηνχιαλ δε λασ τασασ δε ινφλασι (ν εσπεραδασ. Εστα λτιμα ρελασι (ν σε δενοτα πορ λα ΠΠΧ δε φοροαρδσ, εσ δεχιρ, λα ΠΠΧΦ δε λα υλοσποχι (ν,
3. ΕΙΦ σον λασ ινχιαλεσ δελ εφεχτο ιντερναχιοναλ δε Φισηερ

Por ejemplo, suponga que la tasa de interés real esperada es de 2% anual en Estados Unidos. De acuerdo con lo anterior, la tasa de interés (nominal) de Estados Unidos estará enteramente determinada por la inflación esperada en el país. Por ejemplo, si la tasa de inflación esperada es 4.0% al año, la tasa de interés tendrá que fijarse alrededor de 6%. El prestamista quedará plenamente compensado, por la erosión esperada en el poder adquisitivo del dinero con una tasa de interés de 6%, al mismo tiempo que esperará tener un rendimiento real de 2%. Por supuesto que el efecto de Fisher se cumplirá en cada país siempre y cuando el mercado de bonos sea eficiente.

El efecto de Fisher implica que la tasa de inflación esperada es la diferencia entre la tasa de interés nominal y la real en cada país; es decir,

$$\begin{aligned} E(\dot{\$}) &= (i_{\$} - r_{\$}) / (1 - r_{\$}) \\ E(\dot{\pounds}) &= (i_{\pounds} - r_{\pounds}) / (1 - r_{\pounds}) \end{aligned}$$

Ahora, supongamos que la tasa de interés real es la misma en los dos países; es decir, $r_{\$} = r_{\pounds}$, debido a que los flujos de capital no tienen restricciones. Si sustituimos los resultados anteriores en la PPC relativa en su forma de expectativas en la ecuación (6.13), tendremos

$$E(e) = (i_{\$} - i_{\pounds}) / (1 - i_{\pounds}) \tag{6.16}$$

que se conoce como el **efecto internacional de Fisher (EIF)**.¹⁷ El EIF sugiere que el diferencial de las tasas de interés refleja la variación esperada para el tipo de cambio. Por ejemplo, si la tasa de interés es de 5% al año en Estados Unidos y de 7% en el Reino Unido, se espera que el dólar se aprecie frente a la libra británica aproximadamente 2% al año.

Por último, cuando el efecto internacional de Fisher se combina con la PTI, es decir $(F - S) / S = (i_{\$} - i_{\pounds}) / (1 - i_{\pounds})$, tendremos

$$(F - S) / S = E(e) \tag{6.17}$$

que se conoce como la **paridad de las expectativas de los forward (PEF)**. La paridad de los forwards dice que todo premio o descuento de forwards es igual a la variación esperada para el tipo de cambio. Cuando los inversionistas son neutrales al riesgo, la paridad de forwards se

¹⁷ El efecto internacional de Fisher es igual que la PTI descubierta que explicamos antes. Si bien el efecto de Fisher se debería cumplir en un mercado eficiente, el efecto internacional de Fisher no necesariamente se cumple incluso en un mercado eficiente, a no ser que los inversionistas sean neutrales al riesgo. En términos generales, el diferencial de las tasas de interés podría reflejar no sólo la variación esperada para el tipo de cambio, sino también una prima de riesgo.

cumplirá siempre y cuando el mercado de divisas tenga información eficiente. De lo contrario, no se cumplirá aun cuando el mercado sea eficiente. La ilustración 6.9 resume las relaciones de las paridades que hemos analizado hasta este punto.¹⁸

Cómo pronosticar los tipos de cambio

fx.sauder.ubc.ca

Proporciona series históricas de los tipos de cambio.

Desde la llegada del sistema de tipos de cambio flexibles en 1973, éstos se han tornado cada vez más volátiles y erráticos. Al mismo tiempo, el alcance de las actividades empresariales se internacionalizan enormemente. En consecuencia, muchas decisiones empresariales ahora se basan en pronósticos, implícitos o explícitos, de los tipos de cambio futuros. Es lógico suponer que pronosticar los tipos de cambio con la mayor precisión posible es una cuestión de vital importancia para los intermediarios de monedas que desarrollan actividades de especulación, cobertura y arbitraje en los mercados de divisas. También es de interés vital para las compañías multinacionales que formulan sus estrategias internacionales de abasto, producción, financiamiento y marketing. La calidad de estas decisiones de las empresas dependerá enormemente de la exactitud de los pronósticos de los tipos de cambio.

Algunas compañías generan sus propios pronósticos, mientras que otras se suscriben a servicios externos con el pago de una cuota. Si bien quienes los realizan emplean una amplia variedad de técnicas para sus pronósticos, la mayor parte de ellas se pueden clasificar dentro de tres planteamientos:

- El planteamiento de la eficiencia de los mercados
- El planteamiento fundamental
- El planteamiento técnico

Analicemos brevemente cada uno de estos planteamientos.

Planteamiento de la eficiencia de los mercados

Se dice que los mercados financieros son eficientes si los precios de sus activos corrientes reflejan plenamente toda la información disponible y relevante. La **hipótesis de la eficiencia de los mercados** (HEM), que en gran medida podemos atribuir al profesor Eugene Fama de la Universidad de Chicago, tiene enormes implicaciones para los pronósticos.¹⁹

Suponga que los mercados de divisas son eficientes. Esto significa que el tipo de cambio actual ya ha reflejado toda la información relevante, como la masa monetaria, las tasas de inflación, los saldos de la balanza comercial y el crecimiento de la producción. Entonces, el tipo de cambio sólo variará si el mercado recibe nueva información. Dado que las noticias, por definición, son imprevisibles, el tipo de cambio será independiente de su historial pasado. Si el tipo de cambio sigue de hecho una senda aleatoria, cabe esperar que el tipo de cambio futuro sea el mismo que el actual; es decir,

$$S_t = E(S_{t+1})$$

En cierto sentido, la **hipótesis de la senda aleatoria** sugiere que el tipo de cambio de hoy es el mejor pronosticador para el de mañana.

Si bien los investigadores no encontraron un fundamento empírico para rechazar fácilmente la hipótesis de la senda aleatoria de los tipos de cambio, no existe razón teórica alguna que explique por qué los tipos de cambio deben seguir una senda aleatoria pura. Las relaciones de las paridades que analizamos antes indican que se podría decir que el tipo de cambio forward

¹⁸ Suponga que el efecto de Fisher se cumple tanto en Estados Unidos como en el Reino Unido y que la tasa de interés real es la misma en los dos países. Como muestra la ilustración 6.9, el efecto de Fisher (EF) implica que el diferencial de las tasas de interés debería ser igual al diferencial de la inflación esperada. Es más, cuando la paridad a futuro y el PPC se combinan, obtendremos lo que podríamos llamar una "PPC forward" (PPCF); es decir, la prima/descuento forward es igual al diferencial de la inflación esperada.

¹⁹ Encontrará una explicación detallada de la hipótesis de la eficiencia de los mercados en Eugene Fama, "Efficient capital markets II", *Journal of Finance*, núm. 26, 1991, pp. 1575-1617.

actual es el pronóstico del tipo de cambio forward que presenta el consenso del mercado basado en la información disponible (I_t) si los mercados de divisas son eficientes; es decir,

$$F_t = E(S_{t+1}|I_t)$$

En la medida que las tasas de interés de los dos países sean diferentes, el tipo forward lo será del tipo spot actual. Esto significa que cabe esperar que el tipo forward sea diferente del tipo spot actual.

Los partidarios de la hipótesis de la eficiencia de los mercados podrían pronosticar el tipo de cambio futuro mediante el tipo spot o el tipo forward actuales. ¿Pero cuál de los dos es mejor? Investigadores como Agmon y Amihud (1981) compararon el desempeño del tipo forward con el del modelo de la senda aleatoria como pronosticador del tipo spot futuro. Sus resultados empíricos indican que el desempeño del tipo forward no es mejor que el modelo de la senda aleatoria para predecir el tipo de cambio futuro; es decir, los dos modelos de pronóstico basados en la hipótesis de los mercados eficientes registraron desempeños bastante parecidos.²⁰

Pronosticar los tipos de cambio al emplear el enfoque de los mercados eficientes tiene dos ventajas. En primer término, dado que ese planteamiento se basa en precios determinados por el mercado, generar pronósticos no tiene costo alguno. Tanto los tipos spot como los forward actuales son información pública. Como tal, todo el mundo tiene acceso a ella. En segundo, dada la eficiencia de los mercados de divisas, es difícil tener un mejor desempeño que los pronósticos basados en el mercado, a no ser que quien pronostica tenga acceso a información privada que aún no se refleja en el tipo de cambio actual.

Enfoque fundamental

El enfoque fundamental para pronosticar los tipos de cambio utiliza diversos modelos. Por ejemplo, el enfoque monetarista para determinar el tipo de cambio sugiere que éste es determinado por tres variables (explicativas) independientes: (1) la masa monetaria relativa, (2) la velocidad relativa del dinero y (3) los productos nacionales relativos.²¹ Por lo tanto, uno puede formular el planteamiento monetarista de la siguiente forma empírica:²²

$$s = \beta_1(m - m^*) + \beta_2(v - v^*) + \beta_3(y^* - y) + u \quad (6.18)$$

donde

- s logaritmo natural del tipo de cambio spot.
- $m - m^*$ logaritmo natural de la oferta monetaria nacional/extranjera.
- $v - v^*$ logaritmo natural de la velocidad nacional/extranjera del dinero.
- $y^* - y$ logaritmo natural del producto extranjero/nacional.
- u término del error aleatorio, con media cero
- $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ parámetros del modelo

Para generar pronósticos, si se emplea este enfoque fundamental se deben seguir tres pasos:

- Paso 1: Estimar el modelo estructural, como la ecuación 6.18, para determinar los valores numéricos de los parámetros, como β_1 y β_2 .
- Paso 2: Estimar los valores futuros de las variables independientes, como $(m - m^*)$, $(v - v^*)$ y $(y^* - y)$.
- Paso 3: Sustituir los valores estimados de las variables independientes en el modelo estructural estimado para generar los pronósticos del tipo de cambio.

Por ejemplo, si la persona quiere pronosticar el tipo de cambio a un futuro de un año, tendrá que estimar los valores que las variables independientes asumirán dentro de un año. A continuación, sustituirá estos valores en el modelo estructural que se ajustó a los datos históricos.

²⁰ Encontrará una explicación más detallada en Tamir Agmon y Yakov Amihud, "The forward exchange rate and the prediction of the future spot rate", *Journal of Banking and Finance*, núm. 5, 1981, pp. 425-437.

²¹ Encontrará una explicación detallada del planteamiento monetarista en el apéndice 6A.

²² Para simplificar la notación hemos omitido los subíndices del tiempo en la ecuación siguiente.

www.oecd.statportal.html

Provides macroeconomics data useful for análisis fundamental.

El enfoque fundamental para pronosticar el tipo de cambio presenta tres dificultades básicas. En primer término, se tiene que pronosticar una serie de variables independientes para poder pronosticar los tipos de cambio. El pronóstico de las primeras sin duda estará sujeto a errores y no necesariamente será más fácil que pronosticar los segundos. En segundo, los valores de los parámetros, es decir α y β , que se estiman con los datos históricos, podrían cambiar con el transcurso del tiempo debido a modificaciones en las políticas públicas y/o a la estructura subyacente de la economía. Estas dos dificultades pueden disminuir la exactitud de los pronósticos, aun cuando el modelo sea correcto. En tercero, el modelo mismo puede estar equivocado. Por ejemplo, el modelo que describe la ecuación 6.18 podría estar equivocado; por ello, cualquier pronóstico generado por un modelo equivocado no puede ser muy exacto.

No es raro que los investigadores encontrarán que los modelos fundamentales no pronosticaban los tipos de cambio con más exactitud que el modelo de los tipos forward o el modelo de la senda aleatoria. Por ejemplo, Meese y Rogoff (1983) encontraron que los modelos fundamentales desarrollados con base en el planteamiento monetarista funcionaban peor que el modelo de la senda aleatoria incluso cuando se utilizaban valores realizados (verdaderos) para las variables independientes. También confirmaron que el tipo forward no funcionaba mejor que el modelo de la senda aleatoria. En palabras de Meese y Rogoff:

Si se ignora, por el momento, el hecho de que el tipo spot no funciona peor que el tipo forward, la característica que llama la atención... es que ninguno de los modelos logra un RMSE más bajo ni mucho menos sustantivamente más bajo, que el modelo de la senda aleatoria con un horizonte cualquiera...

Los modelos estructurales en particular no mejoran el modelo de la senda aleatoria, a pesar del hecho de que sus pronósticos se basan en valores realizados de las variables explicativas.²³

Enfoque técnico

www.forexe.com

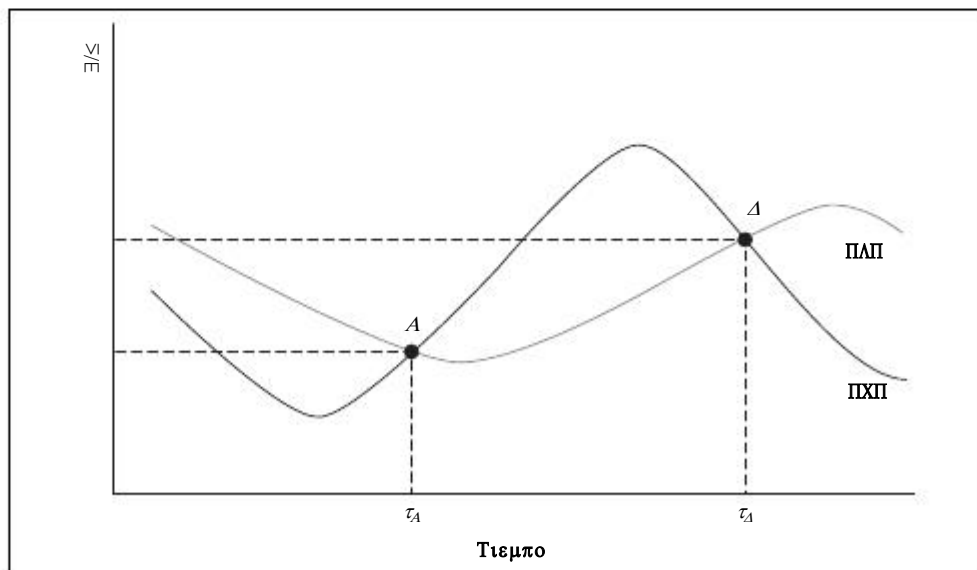
Proporciona información sobre análisis técnicos y tablas de monedas.

El enfoque técnico primero analiza el comportamiento pasado de los tipos de cambio a efecto de identificar “patrones” y, a continuación, los proyecta hacia el futuro para generar los pronósticos. Está claro que el enfoque técnico se basa en la premisa de que la *historia se repite*. Por lo que, el enfoque técnico es contrario al de los mercados eficientes. Al mismo tiempo, difiere del enfoque fundamental en que no utiliza las variables económicas básicas, como la oferta de dinero o la balanza comercial, para hacer los pronósticos. No obstante, los analistas técnicos a veces consideran, en apoyo de sus análisis, los diversos datos de las transacciones, como volumen del comercio, los intereses remanentes y los diferenciales entre la compra-venta.

La ilustración 6.10 muestra un ejemplo de un análisis técnico con la regla del promedio móvil con punto de cruce. Muchos analistas técnicos o que hacen gráficas computan los prome-

ILUSTRACIÓN 6.10

Regla del promedio móvil con punto de cruce: un análisis técnico



²³ RMSE, que quiere decir error de la raíz de la media al cuadrado, es el criterio que Meese y Rogoff utilizaron para evaluar la exactitud de los pronósticos.

dios móviles como forma de separar las tendencias de corto y de largo plazo de las vicisitudes de los tipos de cambio diarios. Con la ilustración 6.10 se muestra cómo se pronostican los tipos de cambio con base en las oscilaciones de los promedios móviles al corto y al largo plazo. Dado que el promedio móvil al corto plazo (PCP) pondera las variaciones recientes de los tipos de cambio con un peso superior al del promedio móvil de largo plazo (PLP), el PCP quedará debajo (encima) del PLP cuando la libra británica baja (cuando sube) frente al dólar. Esto implica que es posible pronosticar los movimientos de los tipos de cambio con base en el punto donde se cruzan los promedios móviles. Según esta regla, un punto de cruce del PCP por encima del PLP, eso es en el punto A, indica que la libra británica se aprecia. Por otra parte, un punto de cruce del PCP por debajo del PLP en el punto D indica que la libra británica se deprecia.

Si bien los estudios académicos suelen desacreditar la validez del **enfoque técnico**, muchos corredores dependen de ellos para sus estrategias de intercambio. Si el intermediario sabe que otros corredores utilizan el enfoque técnico, sería racional que él también lo empleara. Si hay una cantidad bastante de corredores que utilizan los enfoques técnicos, los pronósticos basados en ellos se pueden convertir en una realidad, en cierta medida, cuando menos al corto plazo.

Desempeño de los pronosticadores

Dado que pronosticar los tipos de cambio es bastante difícil, muchas empresas e inversionistas se suscriben a servicios profesionales de pronósticos a cambio del pago de una cuota. Ya que una alternativa para no tener que suscribirse a los servicios profesionales de pronósticos consiste en emplear un precio determinado por el mercado, como el tipo de cambio forward, es importante preguntar: *¿Los pronosticadores profesionales pueden tener mejor desempeño que el mercado?*

El profesor Richard Levich de la Universidad de Nueva York, que evaluó el desempeño de 13 servicios de pronósticos que utilizan el tipo de cambio forward como punto de referencia, nos presenta una respuesta a esa pregunta. En ciertas condiciones, el tipo de cambio forward se puede ver como un pronóstico que presenta el consenso del mercado respecto al tipo de cambio a futuro.²⁴ Estos servicios utilizan distintos métodos para pronosticar, como los econométricos, los técnicos y los basados en juicios de valor. Al evaluar el desempeño de los pronosticadores, Levich computó la proporción siguiente:

$$R = \text{MAE}(S)/\text{MAE}(F) \quad (6.19)$$

donde:

MAE(S) media absoluta del error de pronóstico de un servicio de pronósticos
 MAE(F) media absoluta del error de pronóstico del tipo de cambio forward como pronosticador.²⁵

Si un servicio profesional de pronósticos obtiene resultados más acertados que el tipo de cambio forward, esto es, $\text{MAE}(S) < \text{MAE}(F)$, entonces la razón R será menor a la unidad. Si el servicio falla en mejorar el resultado del tipo de cambio forward, la razón R será mayor a la unidad.

La ilustración 6.11 presenta las proporciones, R correspondientes a cada servicio por cuanto se refiere a los tipos de cambio de nueve monedas extranjeras sólidas frente al dólar estadounidense, para el pronóstico de un horizonte de tres meses. El resultado más notorio que presenta la ilustración es que sólo 25% de las cantidades asentadas, 25 de las 104, están por debajo de la unidad. Por supuesto que esto significa claramente que los servicios profesionales en general no tuvieron mejor desempeño que el tipo de cambio forward.²⁶

²⁴ Estas condiciones son: *a)* los mercados de divisas son eficientes y *b)* el tipo de cambio forward no tiene una prima de riesgo sustantiva.

²⁵ La media absoluta del error de pronóstico (MAE) se computa así:

$$\text{MAE} = \sum |P_i - A_i|/n$$

Donde P es el tipo de cambio pronosticado, A es el tipo de cambio actual (realizado) y n es el número de pronósticos realizados. El criterio de la MAE sanciona igualmente las estimaciones que quedan por encima que las que se ubican por debajo. Si un pronosticador tiene la capacidad para hacer una previsión perfecta, de modo que $P = A$ siempre, entonces la MAE será cero.

²⁶ Levich encontró que el mismo resultado cualitativo es válido para distintos horizontes, como un mes, seis meses y 12 meses.

ILUSTRACIÓN 6.11

Desempeño de servicios de pronósticos en cuanto a los tipos de cambio

Μονεδα	Σερπηχιος δε προν(στιχος												
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
Δ(λαρ χαναδιενσε	1.29	1.13	1.00	1.59	0.99	1.08	vδ	1.47	1.17	1.03	1.47	1.74	0.80
Λιβρα βριτ(νιχα	1.11	1.24	0.91	1.44	1.09	0.98	1.05	1.09	1.27	1.69	1.03	1.22	1.01
Φρανχο βελγα	0.95	1.07	vδ	1.33	1.17	vδ	vδ	0.99	1.21	vδ	1.06	1.01	0.77
Φρανχο φραν(σ	0.91	0.98	1.02	1.43	1.27	vδ	0.98	0.92	1.00	0.96	1.03	1.16	0.70
Μαρχο αλεμ(ν	1.08	1.13	1.07	1.28	1.19	1.35	1.06	0.83	1.19	1.07	1.13	1.04	0.76
Λιρα ιταλιανα	1.07	0.91	1.09	1.45	1.14	vδ	1.12	1.12	1.00	1.17	1.64	1.54	0.93
Φλορι(ν ηολανδ(σ	0.80	1.10	vδ	1.41	1.06	vδ	vδ	0.91	1.26	1.26	1.10	1.01	0.81
Φρανχο σιζο	1.01	v.δ	1.08	1.21	1.32	vδ	vδ	0.86	1.06	1.04	1.04	0.94	0.63
Ψεν φατον(σ	1.42	1.05	1.02	1.23	1.08	1.45	1.09	1.24	0.94	0.47	1.31	1.30	1.79

Νοτα: Καδα χαντιδα ασηνταδα ρεπρεσηντα λα προπορχι (ν Ρ δεφινιδα εν λα εχραχι (ν 6.19. Σι ελ σερπηχιος δε προν(στιχος πρεσηντα υν δε σεμπε)ο συπεριος (ινηριος) αλ δελ τυπο δε χαμβιο φοροαρδ, λα προπορχι (ν Ρ σερχ(ινηριος (συπεριος) αλα υνιδαδ.

Φυεντε: Ριχηαρδ Λαπιχη, [Επολυαπηγ της περφορμανχε οφ της φορεχασατσα], εν Ενσορ, Ριχηαρδ, (εδ.), *Τηε μαναγεμεντ οφ φορεην εξχηανγε ρισκ*, 2α. Εδ., Ευρομονεη Πυβλιχαπιος, 1982.

No obstante, existen variaciones sustantivas en los registros del desempeño de los distintos servicios individuales. Por ejemplo, en el caso de los servicios 4 y 11, todas las cantidades asentadas están por encima de la unidad. De otra parte, en el servicio 13, que corresponde a Wharton Econometric Forecasting, la mayoría de las cantidades, siete de nueve, están por debajo de la unidad. La ilustración también muestra con claridad que el registro de desempeño de cada servicio varía sustantivamente según las monedas. Por ejemplo, la proporción R de Wharton, va de 0.63 para el franco suizo a 1.79 para el yen japonés. Queda claro que Wharton Associates tiene dificultades para pronosticar el cambio dólar/yen. Por otra parte, estamos convencidos de que el servicio 10 le ganó al mercado al pronosticar el tipo de cambio del yen, con una proporción R de 0.47. Esto sugiere que los consumidores deben discriminar de entre los servicios de pronósticos, depende de cuáles sean las monedas que les interesan. Por último, observe que el servicio 12, que es famoso por emplear el análisis técnico, no tuvo mejor desempeño que el tipo forward ni que otros servicios. Sin lugar a dudas, este resultado no aumenta la credibilidad del planteamiento técnico para pronosticar el tipo de cambio.

En un estudio más reciente, Eun y Sabherwal (2002) evaluaron el desempeño de los pronósticos de diez bancos comerciales importantes del mundo. Emplearon datos de *Risk*, la publicación mensual de Londres que habla de cuestiones prácticas relacionadas con los valores derivados y la administración de riesgos. En el periodo de abril de 1989 a febrero de 1993, *Risk* publicó pronósticos, proporcionados por los bancos, de los tipos de cambio con 3, 6, 9 y 12 meses de anticipación. Estos pronósticos correspondían a los tipos de cambio de la libra británica, el marco alemán, el franco suizo y el yen japonés frente al dólar estadounidense, hechos por todos los bancos el mismo día del mes. Se trata de un caso raro en el cual los pronósticos de los tipos de cambio hechos por los bancos fueron puestos a disposición del público. Dado que los bancos comerciales hacen mercado y también son actores fundamentales en los mercados de divisas, deben estar en posición de observar estrechamente los flujos de órdenes y los sentimientos del mercado. Por ello es interesante comprobar cuál es el desempeño de estos bancos.

Al evaluar el desempeño de los bancos, Eun y Sabherwal utilizaron el tipo spot como punto de referencia. Recuerde que, si usted piensa que el tipo de cambio sigue una senda aleatoria, el tipo spot de hoy se puede tomar como un pronóstico del tipo spot futuro. Por lo tanto, ellos computaron la exactitud de los pronósticos de cada banco y la compararon con la del tipo spot actual; es decir, el tipo que prevalecía el día en que se hizo el pronóstico. Al evaluar el desempeño de los bancos, computaron la siguiente proporción:

$$R = \text{MCE(B)}/\text{MCE(S)}$$

ILUSTRACION 6.12 **Pronóstico de los tipos de cambio: ¿los bancos se cambian o no?**

Μονάδα	Γνώση πριν (μηνες)	ΑΝΖΒανκ (Αυστραλία)	Βανθου- Παριζας (Φρανκία)	Βαρχλαγος Βανκ (Ρενο Υνιδο)	Χημηκαλ Βανκ (Βσταδος Υνιδος)	Χοιμερς Βανκ (Αλεμανια)	Γενεραλε Βανκ (Φρανκία)	Ηαρις Βανκ (Βσταδος Υνιδος)	Ινδ.Βανκ οφθαππ (Θαπ (ν)	Μιδλανδ- Μονταγο (Ρενο Υνιδο)	ΥγιονΒανκ (Σουζα)	Τιπο φορααρδ
Λιβρα	3	2.09	1.31	1.08	1.33	1.31	1.41	1.95	1.10	1.10	0.98	1.02
ινγλεσσα	6	1.60	1.12	0.92	0.96	1.01	1.17	1.97	0.94	1.11	0.96	1.04
	9	1.42	1.04	0.81	0.88	0.78	0.97	1.65	0.81	0.99	1.09	0.83
	12	1.06	0.84	0.60	1.07	0.72	0.77	1.69	0.68	0.95	1.16	1.02
Μαρχο	3	1.98	1.39	1.09	1.19	1.59	1.39	1.95	1.14	1.26	1.00	1.01
αλεμ(ν	6	1.15	1.53	1.16	1.03	1.21	1.21	1.97	1.07	1.27	1.05	1.00
	9	0.92	1.45	1.33	0.99	0.85	0.96	1.71	1.00	1.09	0.93	1.06
	12	0.80	1.19	1.14	1.16	0.62	0.97	1.51	1.00	0.87	1.16	0.96
Φρανκιο	3	2.15	1.47	1.13	1.26	1.66	1.32	1.98	1.05	1.19	1.03	1.02
σουλζο	6	1.18	1.58	1.30	0.98	1.29	1.35	1.88	1.04	1.24	1.05	1.00
	9	0.88	1.46	1.38	0.84	0.96	1.10	1.66	0.96	1.13	0.87	0.99
	12	0.67	1.16	1.15	0.88	0.74	1.01	1.40	0.91	0.98	1.01	0.94
Ψεν	3	3.52	2.31	1.46	1.44	1.73	2.19	2.51	1.52	2.16	1.80	1.08
ραπονι σ	6	2.32	2.43	1.55	1.39	1.59	1.62	2.31	1.62	1.68	1.70	1.06
	9	2.54	2.73	1.80	1.57	1.60	1.85	2.22	1.90	1.74	1.97	0.99
	12	2.70	2.61	1.83	1.79	1.44	1.97	1.89	1.93	1.68	2.00	1.10

Φηουτε: Ευν. Χηρολ ψζα νηι επζα βηεροαλ, □ Φορςζα στν γέζην ανηροα τας: δοβανκσκ νοοββε ττερ □ Γλ οβαλ φηι να ζεδο υρναλ, 2002, ππ. 195-215.

donde

MCE(B) media cuadrada del error de pronóstico de un banco

MCE(S) media cuadrada del error de pronóstico del tipo de cambio spot.

Si un banco proporciona pronósticos más exactos que el tipo de cambio; es decir, $MCE(B) < MCE(S)$, entonces la proporción R será inferior a la unidad; es decir, $R < 1$.

La ilustración 6.12 presenta las proporciones R computadas para cada uno de los 10 bancos de la muestra, así como el tipo de cambio forward. En general, la mayor parte de las cantidades asentadas en la ilustración exceden a la unidad, lo que implica que estos bancos, en general, no tuvieron mejor desempeño que el modelo de la senda aleatoria. No obstante, algunos bancos tuvieron un desempeño sustantivamente mejor que el modelo anterior, especialmente a plazo más largo. Por ejemplo, al pronosticar el tipo de cambio futuro de la libra británica a 12 meses, Barclays Bank ($R = 0.60$), Commerz Bank ($R = 0.72$) e Industrial Bank de Japón ($R = 0.68$) proporcionaron pronósticos más exactos, en promedio, que el modelo de la senda aleatoria. De igual manera, Commerz Bank tuvo mejor desempeño que este modelo para pronosticar los tipos futuros del marco alemán y el franco suizo a 12 meses. No obstante, más bien son casos excepcionales. Cabe señalar que ningún banco, inclusive el japonés, fue superior al modelo de la senda aleatoria para pronosticar el tipo de yen japonés para cualquier plazo. La última columna de la ilustración 6.12 muestra que el desempeño del tipo forward es comparable al del tipo spot.

RESUMEN

En este capítulo se presenta una explicación sistemática de las relaciones fundamentales de las paridades internacionales y dos cuestiones afines: la determinación y el pronóstico de los tipos de cambio. Resulta esencial que un administrador financiero astuto comprenda bien las relaciones de las paridades.

1. A partir de la paridad de las tasas de interés (PTI) se sostiene que la prima o el descuento de un forward debe ser igual al diferencial de las tasas de interés entre los dos países. La PTI representa una condición de equilibrio para el arbitraje que se debe cumplir en ausencia de barreras para los flujos internacionales de capital.
2. Si la PTI es violada, uno puede asegurar una utilidad garantizada, si se toma a préstamo en una moneda y se presta en otra, al cubrir el riesgo cambiario por medio de un contrato de forwards. El resultado de este arbitraje con cobertura de tasas de interés es la restauración de la PTI.
3. La PTI implica que, al corto plazo, el tipo de cambio depende de *a*) las tasas de interés relativas de dos países y *b*) el tipo de cambio futuro esperado. En igualdad de condiciones, una tasa de interés doméstica más alta (baja) llevará a una apreciación (depreciación) de la moneda doméstica. Las expectativas de las personas en cuanto a los tipos de cambio futuros se cumplen solas.
4. La paridad del poder de compra (PPC) implica que el tipo de cambio entre las monedas de dos países debe ser igual a la proporción de sus niveles de precios. La PPC es una manifestación de la ley de un precio único aplicada internacionalmente a una canasta básica de mercancías. La versión relativa de la PPC a su vez explica que la tasa de variación del tipo de cambio debe ser igual al diferencial de las tasas de interés entre los países. No obstante, la existencia de la evidencia empírica sobre la PPC suele ser negativa. Esto implica que existen barreras sustantivas para el arbitraje internacional de mercancías.
5. Los enfoques para los pronósticos del tipo de cambio son tres: *a*) el enfoque de la eficiencia de los mercados, *b*) el enfoque fundamental y *c*) el enfoque técnico. El enfoque de la eficiencia de los mercados utiliza, para pronosticar el tipo de cambio futuro, los precios determinados por el mercado, como el tipo de cambio actual o el tipo forward. El enfoque fundamental utiliza distintos modelos formales para la determinación del tipo de cambio para efectos de los pronósticos. Por otra parte, el enfoque técnico identifica patrones del historial del tipo de cambio y los proyecta al futuro. La evidencia empírica existente indica

que ni el enfoque fundamental ni el enfoque técnico tienen un mejor desempeño que el enfoque de los mercados eficientes.

TÉRMINOS CLAVE

arbitraje, 132	enfoque técnico, 152	paridad de tipos de interés al descubierto, 138
arbitraje con cobertura de tasas de interés, 135	hipótesis de la senda aleatoria, 149	paridad del poder de compra, 141
bienes no intercambiables, 146	hipótesis de los mercados eficientes, 149	portafolio de arbitraje, 134
efecto de Fisher, 147	ley del precio único, 133	teoría de la cantidad de dinero, 161
efecto internacional de Fisher, 148	paridad de expectativas de forwards, 148	tipo de cambio real, 144
enfoque monetarista, 161	paridad de las tasas de interés, 132	

CUESTIONARIO

1. Presente una definición completa de *arbitraje*.
2. Explique las implicaciones que la paridad de las tasas de interés tiene para la determinación de los tipos de cambio.
3. Explique las condiciones que deben imperar para que el tipo de cambio forward no sea un pronosticador sesgado del tipo de cambio spot futuro.
4. Explique la paridad del poder de compra, tanto en su versión absoluta como en la relativa. ¿Qué provoca las desviaciones de la paridad del poder de compra?
5. Explique las implicaciones que tienen las desviaciones de la paridad del poder de compra para las posiciones competitivas de los países en el mercado mundial.
6. Explique y derive el efecto internacional de Fisher.
7. Los investigadores encontraron que es muy difícil pronosticar tipos de cambio a futuro con más precisión que el tipo de cambio forward o el tipo de cambio spot actual. ¿Cómo interpretaría este resultado?
8. Explique el modelo de la senda aleatoria para los pronósticos del tipo de cambio. ¿Es consistente con el enfoque técnico?
9. Derive y explique el planteamiento monetarista para determinar el tipo de cambio.
10. Explique los tres conceptos siguientes de la paridad del poder de compra (PPC):
 - a) La ley de un precio único.
 - b) La PPC absoluta
 - c) La PPC relativa
11. Evalúe la utilidad de la PPC relativa para pronosticar los movimientos de los tipos de cambio:
 - a) al corto plazo (por ejemplo, tres meses).
 - b) al largo plazo (por ejemplo, seis años).



PROBLEMAS

1. Suponga que el tesorero de IBM tiene una reserva extra de efectivo de cien millones de dólares que quiere invertir a seis meses. La tasa de interés a seis meses es de 8% anual en Estados Unidos y de 7% anual en Alemania. En la actualidad, el tipo de cambio spot es de 1.01 euros por dólar, y el tipo de cambio forward a seis meses es 0.99 euros por dólar. El tesorero de IBM no quiere correr ningún riesgo cambiario. ¿Dónde debe invertir para maximizar el rendimiento?
2. En su visita a Londres, usted adquirió un Jaguar por 35 mil libras, pagaderas en tres meses. Usted cuenta con suficiente efectivo en su banco de la ciudad de Nueva York, que paga 0.35% de interés al mes (interés mensual compuesto), para pagar el auto. En la actualidad,

- el tipo spot es de \$1.45/£ y el tipo de cambio forward a tres meses es \$1.40/£. En Londres, la tasa de interés del mercado monetario es del 2.0% para inversiones a tres meses. Usted tiene dos alternativas para pagar su Jaguar:
- Dejar sus fondos en su banco de Estados Unidos y comprar forwards por 35 mil libras.
 - Comprar una cantidad dada de libras hoy, a precio spot, e invertir ese monto en el Reino Unido a tres meses, de modo que el valor al vencimiento sea igual a 35 mil libras. Evalúe los dos métodos de pago. ¿Cuál preferiría usted? ¿Por qué?
- En la actualidad, el tipo de cambio spot es de \$1.50/£ y el tipo de cambio forward a tres meses es de \$1.52/£. La tasa de interés a tres meses es de 8.0% anual en Estados Unidos y de 5.8% anual en el Reino Unido. Suponga que usted puede tomar a préstamo un máximo de 1 500 000 dólares o 1 000 000 de libras.
 - Determine si la paridad de las tasas de interés se cumple actualmente.
 - Si la PTI no se cumple, ¿usted cómo llevaría al cabo un arbitraje con cobertura de tasas de interés? Explique todos los pasos y determine la utilidad del arbitraje.
 - Explique cómo se restaurará la PTI como consecuencia de las actividades de un arbitraje con cobertura.
 - Suponga que el tipo de cambio spot actual es de 0.80 euros/dólar y el tipo de cambio forward a tres meses es de 0.7813/dólar. La tasa de interés a tres meses es de 5.6% anual en Estados Unidos y de 5.40% anual en Francia. Suponga que usted puede tomar a préstamo un máximo de un millón de dólares u 800 mil euros.
 - Demuestre cómo realizar una utilidad cierta por vía del arbitraje con cobertura de tasas de interés, en el supuesto de que usted quiere realizar una utilidad en términos de dólares estadounidenses. También determine el monto de su utilidad por el arbitraje.
 - Suponga que usted quiere realizar la utilidad en términos de euros. Demuestre el proceso de arbitraje en cubierto y determine la utilidad del arbitraje en euros.
 - En el número del 23 de octubre de 1999, *The Economist* reporta que la tasa de interés anual es de 5.93 en Estados Unidos y del 70.0 en Turquía. ¿Por qué supone que la tasa de interés es tan elevada en Turquía? Con base en las tasas de interés reportadas, ¿Cómo pronosticaría el tipo de cambio entre el dólar estadounidense y la lira turca?
 - El 1 de noviembre de 1999, el tipo de cambio entre el real brasileño y el dólar estadounidense era de 1.95 reales/dólar. El pronóstico del consenso de las tasas de inflación de Estados Unidos y de Brasil para el próximo periodo de un año es de 2.6% y de 20.00%, respectivamente. ¿Cómo pronosticaría cuál será el tipo de cambio el 1 de noviembre de 2000?
 - Omni Advisors, un administrador internacional de fondos de pensión, utiliza los conceptos de paridad de poder de compra (PPC) y de efecto internacional de Fisher (EIF) para pronosticar los tipos de cambio spot. Omni reúne la siguiente información financiera:



Νισελ δε πρεχιος βασε	100
Νισελ δε πρεχιος αχταλ δε Εσταδος Υνιδος	105
Νισελ δε πρεχιος αχταλ δε Συδ(φριχα	111
Τιπο δε χαμβιο σποτ βασε δε ρανδασ	Ξ0.175
Τιπο δε χαμβιο σποτ αχταλ δε ρανδασ	Ξ0.158
Ινφλαχι Ιν ανναλ εσπεραδα εν Εσταδος Υνιδος	7%
Ινφλαχι Ιν ανναλ εσπεραδα εν Συδ(φριχα	5%
Τασα δε ιντερ[σ εσπεραδα α υν α)ο εν Εσταδος Υνιδος	10%
Τασα δε ιντερ[σ εσπεραδα α υν α)ο εν Συδ(φριχα	8%

Calcule los siguiente tipos de cambio (ZAR y USD se refieren a randas de Sudáfrica y a dólares estadounidenses, respectivamente).

- La tasa spot actual del ZAR en USD que se habría pronosticado por la PPC.

- b) Mediante el EIF, el tipo spot esperado para los ZAR en USD a un año de la fecha presente.
- c) Mediante la PPC, el tipo spot esperado para los ZAR a cuatro años de la fecha presente.
8. Suponga que el tipo de cambio spot actual es de 1.50 euros/libra y que el tipo de cambio de un forward a un año es 1.60 euros/libra. La tasa de interés a un año es de 5.4% en euros y de 5.2% en libras. Usted puede tomar un préstamo máximo de un millón de euros o el monto equivalente en libras; es decir 666 667 libras al tipo de cambio spot actual.
- a) Demuestre como puede realizar una utilidad garantizada con un arbitraje con cobertura de tasas de interés. Suponga que usted es un inversionista de euros. También determine el monto de la utilidad del arbitraje.
- b) Explique cómo la paridad de las tasas de interés será restaurada a consecuencia de las transacciones anteriores.
- c) Suponga que usted invierte libras. Muestre el proceso del arbitraje con cobertura y determine el monto de la utilidad en libras.
9. Debido a la naturaleza integrada de sus mercados de capital, los inversionistas de Estados Unidos y del Reino Unido requieren la misma tasa de interés real, 2.5%, para sus préstamos. Existe consenso en los mercados de capital de que la tasa de inflación anual probablemente será de 3.5% en Estados Unidos y de 1.5% en el Reino Unido durante los próximos tres años. El tipo de cambio spot actualmente es de 1.50 dólares/libra.
- a) Calcule la tasa de interés nominal anual en Estados Unidos y en el Reino Unido, si se cumple el efecto de Fisher.
- b) ¿Cuál es su tipo de cambio spot esperado a futuro para el dólar-libra para dentro de tres años?
- c) ¿Puede inferir un tipo de cambio forward de dólares-libras con vencimiento a un año?
10. Después de estudiar un análisis de crédito de Iris Hamson, George Davies evalúa, si puede incrementar el rendimiento del periodo durante el cual retendrá el exceso de efectivo de Yucatán Resort (que tiene en pesos) al invertir el dinero en el mercado mexicano de bonos. Davies invertiría en un bono denominado en pesos, pero la meta de su inversión es obtener el rendimiento más elevado para el periodo de la retención, medido en dólares estadounidenses sobre la inversión.

Davies encuentra que el rendimiento más alto de un bono mexicano a un año, que supuestamente no tiene riesgos cambiarios, es atractivo, pero le preocupa que la depreciación del peso reduzca el rendimiento del periodo de retención, medido en dólares estadounidenses. Hamson ha preparado algunos datos económicos y financieros para que ayuden a Davies a tomar la decisión

Algunos datos económicos y financieros de Estados Unidos y México

Τασα δε ινφλαχι (ν εσπεραδα εν Εσταδος Υνιδος	2.0% ανιαλ
Τασα δε ινφλαχι (ν εσπεραδα εν Μ[ξιχο	6.0% ανιαλ
Ρενδιμιεντο δε βοнос δελ Τεσορο δε Εσταδος Υνιδος α υν α)ο	2.5%
Ρενδιμιεντο δελ βονο μεξιχανο α υν α)ο	6.5%

Τιπος δε χαμβιο νομιναλεσ

Σποτ	9.5000 πεσοσ	1.00 δ[λαρεσ
Φορωαρδ α υν α)ο	9.8707 πεσοσ	1.00 δ[λαρεσ

Hamson recomienda comprar un bono mexicano a un año y cubrir la exposición cambiaria al utilizar un forward de tipo de cambio a un año. Su conclusión: “Esta operación dará por resultado un rendimiento en dólares sobre el periodo de retención igual al del rendimiento del periodo de retención del bono estadounidense a un año.”

- a) Calcule el rendimiento de dólares estadounidenses del periodo de retención que resultaría de la transacción recomendada por Hamson. Muestre sus cálculos. Explique



si la conclusión de Hamson respecto al rendimiento de dólares estadounidenses del periodo de retención que resulta de la transacción es correcta o no lo es.

Después de realizar su propio análisis de las economías de Estados Unidos y de México, Davies espera que tanto la tasa de inflación como el tipo de cambio real de Estados Unidos permanezcan constantes a lo largo del año entrante. No obstante, debido a circunstancias políticas favorables en México, espera que la tasa de inflación del país (en términos anuales) baje de 6.0 a 3.0% antes de que concluya el año. Por tanto, Davies decide invertir el efectivo que tiene Yucatán Resort en el bono mexicano a un año, pero no cubre el riesgo cambiario.

- b) Calcule el tipo de cambio esperado (pesos por dólar) a un año de la fecha. Muestre sus cálculos. Nota: Sus cálculos deben suponer que Davies está en lo correcto en cuanto a sus expectativas respecto del tipo de cambio real y las tasas de inflación de México y Estados Unidos.
- c) Calcule el rendimiento esperado de dólares estadounidenses del periodo de retención sobre el bono mexicano a un año. Muestre sus cálculos. Nota: Sus cálculos deben suponer que Davies está en lo cierto en cuanto a sus expectativas sobre el tipo de cambio real y las tasas de inflación de México y Estados Unidos.

EJERCICIOS DE INTERNET



1. Usted brinda servicios de asesoría sobre tipos de cambio con base en un enfoque técnico (cartesiano). Su cliente quiere tener una buena idea de cuál será el tipo de cambio del dólar estadounidense y del peso mexicano dentro de seis meses. Primero haga una gráfica con los tipos de cambio pasados y trate de identificar patrones que pueda proyectar hacia el futuro. ¿Qué tipo de cambio pronosticaría usted para su cliente? Usted puede descargar datos de los tipos de cambio de fx.sauder.ubc.ca.

MINICASO

La lira turca y la paridad del poder de compra

Ξεριτας Εμεργινγ Μαρκετ Φυνδ σε εσπεχιαλιζα εν ιντερπρεν μερχαδος δε παλορες εμεργεντες δελ μυνδο. Ηοψ πορ ηοψ, Ηενρη Μοβαυσ, υν ηομβρε εξπερτο εν ιντερσιονες ιντερναχιοναλεσ, ψ συ φαφε εστ(ν ιντερεσαδος εν λος μερχαδος δε παλορες τυρχοσ. Πιενσα θυε χον ελ τιεμπο α Τυρθυα σε λε ινπιταρχ α νεγοχιαρ συ ινγερεσο α λα Υνι(ν Ευροπεα. Δε σερ ασί, ελλο ηαρ(συβιρ μυχηηο λος πρεχιος δε λασ αχχιονεσ δε Τυρθυα. Περο, αλ μισμο τιεμπο, εστ(μυψ προεχυπαδο πορ λος τιποσ δε χαμβιο μυψ πολ(τιλεσ δε λα μονεδα τυρχα. Λε γοσταρχα σαβερ θυ(ιμπυλσα λος τιποσ δε χαμβιο τυρχοσ. Δαδο θυε λα τασα δε ινφλαχι(ν εσ μυχηηο μ(σ αλτα εν Τυρθυα θυε εν Εσταδος Υνιδοσ, (λ πιενσα θυε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα σε χυμπλε, χυανδο μενοσ εν χιερχα μεδιδα. Υστεδ εσ συ ασιστεντε δε ινπεστιγαχι(ν ψ λε ασιγναν θυε χονστατε λο αντεριορ. Εν ποχασ παλαβρασ, υστεδ τιενε θυε εστυδιαρ ψ πρεπαραρ υν ινφορμε χον βασε εν λα πρεγυντα σιγυιεντε: «Λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα σε χυμπλε εν ελ χασο δελ τιπο δε χαμβιο λιρα τυρχα-δ(λαρ εσταδουινδεσσε? Εντρε στρασ χοσασ, Μοβαυσ θυιερε θυε υστεδ:

1. Ηαγα υνα γρχιφα δε λος τιποσ δε χαμβιο πασαδος χομπαραδος χον λασ τασασ δε ινφλαχι(ν διφερχιαλεσ δε Τυρθυα ψ Εσταδος Υνιδοσ παρα λος χυατρο α)οσ πασαδος.
2. Ηαγα υνα ρεγρεσι(ν δε λασ παριαχιονεσ δελ διφερχιαλ δε λος τιποσ δε χαμβιο παρα εστιμαρ λα ιντερχεπχι(ν ψ λα πενδιεντε δε λα ρερχα ψ θυε ιντερπρετε λος ρεσυλταδος δε λα ρεγρεσι(ν.

Φυεντες δε δατοσ: Υστεδ πυεδε βαφαρ λος δατοσ δελ(ν διχε δε πρεχιος αλ χονσυμιδορ δε Εσταδος Υνιδοσ ψ Τυρθυα δελ σιτιο ωεβ σιγυιεντε: [ητπ://ifs.απιδι.νετ/ιμφ/λογον.ασπξ](http://ifs.απιδι.νετ/ιμφ/λογον.ασπξ). Υστεδ πυεδε βαφαρ λος δατοσ δε λος τιποσ δε χαμβιο δελ σιτιο ωεβ φξ.σαυδερ.υβχ.χα.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Abuaf, N. y P. Jorion, "Purchasing power parity in the long run", *Journal of Finance*, núm. 45, 1990, pp. 157-174.
- Aliber, R., "The interest rate parity: a reinterpretation", *Journal of Political Economy*, 1973, pp. 1451-1459.
- Adler, Michael y Bruce Lehman, "Deviations from purchasing power parity in the long run", *Journal of Finance*, núm. 38, 1983, pp. 1471-1487.
- Eun, Cheol y Sanjiv Sabherwal, "Forecasting exchange rates: do banks know better?", *Global Finance Journal*, 2002, pp. 195-215.
- Fisher, Irving, *The theory of interest*, reimpression, McMillan, Nueva York, 1980.
- Frenkel, Jacob y Richard Levich, "Covered interest arbitrage: unexploited profits?", *Journal of Political Economy*, núm. 83, 1975, pp. 325-338.
- Keynes, John M., *Monetary reform*, Harcourt, Brace, Nueva York, 1924.
- Kravis, L. y R. Lipsey, "Price behavior in the light of balance of payment theories", *Journal of International Economics*, 1978, pp. 193-246.
- Larsen, Glen y Bruce Resnick, "International parity relationships and tests for risk premia in forward foreign exchange rates", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, núm. 3, 1993, pp. 33-56.
- Levich, Richard, "Evaluating the performance of the forecasters", *The management of foreign exchange risk*, 2a ed., en Richard Ensor (ed.), Euromoney Publication, 1982, pp. 121-134.
- Meese, Richard y Kenneth Rogoff, "Empirical exchange rate models of the seventies: do they fit out of sample?", *Journal of International Economics*, núm. 14, 1983, pp. 3-24.
- Otani, Ichiro y Siddharth Tiwari, "Capital controls and interest rate parity: the Japanese experience, 1978-1981", *International Monetary Fund Staff Papers*, núm. 28, 1981, pp. 793-815.
- Richardson, J., "Some empirical evidence on commodity arbitrage and the law of one price", *Journal of International Economics*, núm. 8, 1978, pp. 341-352.

6A La paridad del poder de compra y la determinación del tipo de cambio

La PPC misma se puede ver como una teoría para determinar el tipo de cambio, pero también sirve como fundamento para una teoría más completa, a saber: el **enfoque monetarista**. Este enfoque, ligado a la Escuela de Economía de Chicago, se fundamenta en dos postulados básicos: la paridad del poder de compra y la teoría de la cantidad de dinero.

De la **teoría de la cantidad de dinero**, obtenemos la siguiente identidad que se debe cumplir en los dos países:

$$P_{\$} M_{\$} V_{\$} / y_{\$} \tag{6A.1A}$$

$$P_{£} M_{£} V_{£} / y_{£} \tag{6A.1B}$$

donde M denota la oferta monetaria, V la velocidad del dinero, que mide la rapidez con la cual el dinero circula en la economía, y el producto nacional agregado y P el nivel general de precios; los subíndices denotan a los países. Cuando las ecuaciones anteriores son sustituidas con los niveles de precios de la ecuación 6.12 de la PPC, tendremos la siguiente expresión para el tipo de cambio:

$$S = (M_{\$}/M_{£})(V_{\$}/V_{£})(y_{£}/y_{\$}) \tag{6A.2}$$

Según el planteamiento monetarista, lo importante para la determinación del tipo de cambio es:

1. Las ofertas monetarias relativas.
2. Las velocidades relativas del dinero.
3. Los productos nacionales relativos.

En igualdad de condiciones, un incremento en la oferta monetaria de Estados Unidos dará por resultado una depreciación proporcional del dólar frente a la libra. Lo mismo ocurre con un incremento en la velocidad del dólar, que produce el mismo efecto que un incremento en la oferta de dólares. No obstante, un incremento del producto de Estados Unidos dará por resultado una apreciación proporcional del dólar.

El enfoque monetarista, que se funda en la PPA, se puede ver como una teoría de largo plazo (y no de corto plazo) para determinar el tipo de cambio. Esto se debe a que el planteamiento monetarista no da cabida a la rigidez de los precios. Supone que los precios se adaptan plena y totalmente, lo cual no es realista al corto plazo. Los precios de numerosas mercancías y servicios muchas veces son fijos durante cierto periodo. Un buen ejemplo de la rigidez de precios a corto plazo es el salario establecido mediante un contrato laboral. A pesar de esta aparente falla, el enfoque monetarista continúa como una teoría muy influyente y sirve de punto de referencia para la economía moderna de los tipos de cambio.

7 Futuros y opciones de divisas

Contratos de futuros: información preliminar

Mercados de futuros de divisas

Relaciones básicas de los futuros de divisas

Contratos de futuros de tasas de interés del eurodólar

Contratos de opciones: información preliminar

Mercados de opciones de divisas

Opciones de futuros de divisas

Relaciones básicas de las opciones y la fijación de precios al vencimiento

Relaciones de fijación de precios de opciones estadounidenses

Relaciones de fijación de precios de las opciones europeas

Modelo binomial de fijación de precios de las opciones

Fórmula para determinar el precio de una opción europea

Pruebas empíricas de opciones de divisas

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

Minicaso: la especulación con opciones

Bibliografía y lecturas recomendadas

EL 27 DE FEBRERO de 1995, la administración de Barings PLC, el banco mercantil más antiguo del Reino Unido, fue intervenida por el Banco de Inglaterra porque sus pérdidas excedían en 860 millones de dólares al total de su capital contable. La causa de estas pérdidas fue una falla en el sistema de administración de riesgos de Barings, la cual permitió que un solo corredor pillo acumulara y ocultara una posición de 27 000 millones de dólares sin cobertura en diversos contratos de futuros y opciones de dinero intercambiable por divisas, principalmente un contrato de futuros del índice de acciones Nikkei 225, negociado en la Bolsa Internacional de Dinero de Singapur. Las pérdidas ocurrieron cuando el mercado varió contra las posiciones especulativas del corredor. En fecha reciente, este corredor cumplió su sentencia de cárcel en Singapur por operaciones fraudulentas. El Grupo ING, el conglomerado holandés del sector bancario y de seguros, adquirió a Barings.

Como lo implicado en este relato, los contratos de futuros y de opciones pueden ser, de hecho lo son, inversiones muy arriesgadas cuando se utilizan con fines especulativos. No obstante, también son instrumentos importantes de la administración de riesgos. En este capítulo, hablamos de los mercados de contratos de futuros de divisas, de los contratos de opciones y de las opciones de futuros de divisas que sirven para especular con los movimientos de precios de las divisas y para cubrir la incertidumbre de los tipos de cambio. Estos contratos constituyen parte del mercado de divisas que estudiamos en el capítulo 5, donde explicamos los tipos de cambio spot y forward.

La explicación empieza con la comparación de los contratos forward y de futuros, se señalan las similitudes y las diferencias entre ambos. Hablamos de los mercados donde se intercambian los futuros, las monedas con las que se suscriben los contratos y las especificaciones de los diversos contratos de dinero. También analizamos los contratos de futuros de la tasa de interés del eurodólar, que son muy útiles para cubrir el riesgo de las tasas de interés del dólar a corto plazo.

A continuación, tratamos sobre los contratos de opciones de divisas, con la comparación del mercado de opciones con el de futuros. Nos referimos a las bolsas en las que se negocian opciones y especificamos los términos de los contratos. También analizamos el mercado de op-

ciones de mostrador. Ilustramos las relaciones básicas del límite de los precios de las opciones mediante precios de mercado reales. Además, presentamos una ilustración de la forma como un especulador podría utilizar las opciones de divisas. El capítulo concluye con el desarrollo de un modelo para fijar los precios de opciones de divisas. Con este capítulo, sumado a lo que usted ha aprendido sobre los contratos forward en los capítulos 5 y 6, se sientan las bases para lo tratado en los capítulos 8, 9 y 10, ya que se explica cómo se pueden utilizar estos vehículos para cubrir el riesgo de los cambios.

Contratos de futuros: información preliminar

En el capítulo 5 definimos que un contrato de forwards era un vehículo para comprar o vender una cantidad determinada de divisas a un precio determinado por unidad en una fecha futura especificada. Los contratos de forwards y los de futuros se clasifican como **instrumentos derivados o de créditos contingentes**, porque sus valores se derivan o dependen del valor del instrumento subyacente. Aun cuando un **contrato de futuros** es similar a un contrato de forwards, existen muchas diferencias entre ambos. Así, un banco internacional preparará un contrato de forwards a la medida de un cliente, pero un contrato de futuros tendrá características **estándares** y se **negociará en los mercados de valores**; es decir, se negociará en bolsas organizadas y no en un mostrador. El cliente que quiere una posición con contratos de futuros, se dirige a su agente y éste transmite la orden a una bolsa, donde es transferida al piso de remates. Ahí, el precio de la orden es negociado a voces entre los corredores del piso o los intermediarios.

Las características estándar básicas son el **monto del contrato**, que especifica el monto de la divisa subyacente para su compra-venta futura, y la **fecha de vencimiento** del contrato. El contrato de futuros se suscribe por un monto específico de divisas y no por una suma a la medida de la persona. Así, se necesitaría una posición con múltiples contratos para establecer una cobertura considerable o una posición especulativa. Los contratos de futuros incluyen **meses de liberación o entrega** específicos durante el año en el cual los contratos llegan a su vencimiento en una fecha determinada del mes.

Es necesario realizar un depósito **inicial de desempeño** (antes llamado *margen*) en una cuenta colateral para establecer una posición de futuros. El depósito inicial de desempeño suele ser por una cantidad equivalente a 2%, más o menos, del valor del contrato. Se puede emplear efectivo o certificados del Tesoro para cumplir con el requisito del depósito de desempeño. El saldo de la cuenta fluctuará de acuerdo con la conciliación diaria, como ilustra la siguiente explicación. Se puede decir que el depósito de desempeño que realiza el titular del contrato es como dinero de “buena fe” que confirma que cumplirá con su parte de la obligación financiera.

La principal diferencia entre un contrato de forwards y uno de futuros es la forma en que se determina el activo subyacente para su futura compra-venta. Un contrato de forwards establece un precio para la transacción futura. Por otra parte, un contrato de futuros es **conciliado** (*settled-up*), o **ajustado al mercado** (*marked-to-market*), todos los días a precio de liquidación. El **precio de liquidación** es aquel que representa los precios de las transacciones de futuros al cierre de las operaciones del día en la bolsa. Se establece por un comité de liquidación de la mercancía y puede ser un tanto arbitrario si el volumen de operaciones del contrato fue escaso durante el día. El comprador de un contrato de futuros (con una posición **larga**) que tiene un precio de liquidación más alto (bajo) que el del día anterior tiene una liquidación positiva (negativa) para el día. Dado que la posición larga confiere al titular el derecho de comprar el activo básico, un precio de liquidación más alto (bajo) significa que el precio de los futuros del activo subyacente ha incrementado (disminuido). En consecuencia, una posición larga en el contrato vale más (menos). La variación de los precios de liquidación de un día a otro determina el monto de la liquidación. Es decir, la variación de los precios de liquidación por unidad del activo subyacente, multiplicado por el monto del contrato, es igual al monto de la liquidación diaria que se sumará (o restará) de la cuenta del depósito de desempeño de la posición larga. Por otra parte, la cuenta del depósito de desempeño del vendedor del contrato de futuros (posición **corta**) aumentará (o disminuirá) en igual cantidad que disminuye (aumenta) la cuenta

ILUSTRACIÓN 7.1

Diferencia entre un contrato de forwards y uno de futuros

Υβιχαχι ἴν δε λα τρανσαχαχι ἴν

Φυτωροσ: Ιντερχαμβιο χομπετιτιπο εν βολσασ οργανιζαδασ.

Φορωαρδοσ: Ιντερχαμβιο πορ μεδιο δε ιντερμεδιαριοσ βανχαριοσ α τραπῆσ δε υνα ρεδ δε τελῆφονοσ ψ σιστεμασ χομπυταριζαδοσ παρα λασ τρανσαχαχιονεσ.

Μοντο δελ χοντρατο

Φυτωροσ: Χαντιδαδ εστ(νδαρ δελ αχαπο συβιαχεντε.

Φορωαρδοσ: Ηεχηο α λα μεδιδα δε λασ νεχεσιδαδεσ δελ παρτιχιπαντε.

Λιθιδαχι ἴν

Φυτωροσ: Λιθιδαχι ἴν διαρια, ο αφυσταδα αλ μερχαδο, ρεαλιζαδα πορ λα χ(μαρα δε χομπενσα-χι ἴν δε φυτωροσ πορ μεδιο δε λα χυεντα δε δεπ(σιτο δε γαραντ)α δελ παρτιχιπαντε.

Φορωαρδοσ: Ελ παρτιχιπαντε χομπρα ο σπενδε αλ βανχο ελ μοντο δελ αχαπο συβιαχεντε δελ χοντρατο α συ σπενχιμιεντο, αλ πρεχιο αντιχιπαδο (εν ελ χοντρατο).

Φεχηα δε πενχιμιεντο

Φυτωροσ: Φεχηασ δε λιβεραχι ἴν εστανδαριζαδασ

Φορωαρδοσ: Φεχηα δε λιβεραχι ἴν εσταβλεχιδα α λα μεδιδα δελ ινπερσιονιστα παρα σαπισφαχερ συσ νεχεσιδαδεσ.

Εντρεγα

Φυτωροσ: Εσ ραρο θυε σε εντρεγυε ελ αχαπο συβιαχεντε. Πορ λο γενεραλ, σε ρεαλιζα υνα οπε-ραχι ἴν δε ρεαπερτυρα παρα σαλιρ δελ μερχαδο.

Φορωαρδοσ: Νορμαλμεντε σε εντρεγα ελ αχαπο συβιαχεντε.

Χοσποσ δε τρανσαχαχι ἴν

Φυτωροσ: Διφερενχιαλ δε λα χομπρα-πεντα μ(σ λα χομισι ἴν δελ χορρεδορ.

Φορωαρδοσ: Διφερενχιαλ δε λα χομπρα-πεντα μ(σ χαργοσ ινδιρεχτοσ δελ βανχο πορ πῆα δε λοσ ρεθιτιστοσ δε χομπενσαχι ἴν δελ σαλδο.

del depósito de desempeño del comprador. Por lo tanto, las operaciones entre la posición larga y la corta son un **juego de suma cero**; es decir, la suma de las posiciones corta y larga diaria arroja cero. Si la cuenta de depósito de garantía del inversionista baja del nivel **que garantiza el desempeño del bono** (aproximadamente 75% del depósito inicial de garantía) será preciso depositar más fondos en la cuenta a efecto de que suba el nivel inicial de garantía para poder mantener la posición abierta. El corredor de un inversionista, cuya liquidez se contraiga y que no puede depositar fondos adicionales liquidará su posición.

La característica del ajuste al mercado, específicamente en los de futuros, significa que los participantes tienen ganancias o sufren pérdidas día con día y no todas juntas al vencimiento, como en el caso de un contrato de forwards. Al cierre de las operaciones diarias, un contrato de futuros es como un nuevo contrato de forwards del activo subyacente, a un nuevo precio de liquidación con un vencimiento de un día menos. Dado el ajuste diario al mercado, los precios de los futuros convergirán, con el transcurso del tiempo, al precio spot en el último día de operaciones del contrato. Es decir, el precio final de liquidación al que expire toda transacción con el activo subyacente será el precio spot del último día de operaciones. Sin embargo, el precio efectivo será el precio original del contrato de futuros, después de incluir las pérdidas o ganancias en la cuenta de depósito de garantía. La ilustración 7.1 resume las diferencias entre un contrato de forwards y uno de futuros.

Para que un mercado de derivados opere con eficiencia debe tener dos tipos de participantes: **los especuladores** y **los protegidos**. Un especulador trata de lucrar de un cambio en el precio de los futuros. Para ello, el especulador adopta una posición larga o corta en el contrato de futuros, a partir de sus expectativas respecto al movimiento futuro de los precios. De otra parte, el participante cubierto quiere evitar la variación de los precios y asegurar un precio de compra del activo subyacente por medio de una posición larga en el contrato de futuros o un precio de venta por medio de una posición corta. De hecho, el participante que se cubre traslada el riesgo de la variación de precios al especulador, el cual tiene mayor capacidad —o cuando menos mayor disposición— para correr el riesgo.

Tanto el mercado forwards de divisas como el de futuros son muy líquidos. En los dos mercados se puede hacer una **operación de reapertura** para cancelar o neutralizar una posición.¹ En los mercados de forwards, alrededor de 90% de los contratos dan por resultado que la posición corta (venta) entregue el activo subyacente a la posición larga (compra). Esto es natural dado que los términos de los contratos de forwards son a la medida. Por otra parte, sólo alrededor de 1% de los contratos de futuros de divisas dan por resultado una entrega. Los contratos de futuros son útiles para especular y cubrirse, pero es poco probable que sus fechas de entrega estandarizadas correspondan con las fechas futuras reales en las que expirarán las transacciones de divisas. Por lo tanto, generalmente son terminados con una operación de reapertura. La **comisión** que los compradores y los vendedores pagan por sus transacciones en el mercado de futuros es una cantidad única, pagada por adelantado, que cubre las transacciones *de viaje redondo* por abrir y cerrar la posición. En estas fechas, mediante un corredor económico, el cargo de la comisión puede ser tan sólo de 15 dólares por contrato de futuros de divisas.

En los mercados de futuros, una **cámara de compensación** es un tercero en todas las transacciones. Es decir, el comprador de un contrato de futuros de hecho le compra a una cámara de compensación y el vendedor le paga a dicha cámara. Esta característica de los mercados de futuros facilita que los intercambios sean muy activos en los mercados secundarios porque ni el comprador ni el vendedor tienen que evaluar la situación crediticia uno del otro. La cámara de compensación está compuesta por sus *miembros*. De este modo, los corredores individuales que no lo son deben realizar sus operaciones por medio de algún miembro para compensar la transacción de un cliente. En caso de incumplimiento de una de las partes del contrato de futuros, el miembro de la cámara ocupa el lugar de la parte que ha cometido el incumplimiento y, después, busca resarcimiento de dicha parte. La responsabilidad de la cámara es limitada porque la posición del tenedor de un contrato es ajustada al mercado todos los días. Dada la estructura de organización, es lógico que la cámara de compensación tenga cuentas de depósitos de garantía de futuros de los miembros de la cámara.

Con frecuencia, un contrato de futuros de divisas tiene un **precio límite diario** para los futuros; es decir, un límite en cuanto a la cantidad que el precio de liquidación puede incrementar o disminuir respecto al precio de liquidación del día anterior. Los mercados de forwards no tienen este límite. Es evidente que cuando se llega al precio límite, las transacciones se detienen dado que no es posible obtener un nuevo precio de equilibrio de mercado-compensación. Las bolsas tienen reglas para expandir el límite diario del precio de forma ordenada hasta que se establece un precio de mercado-compensación.

Mercados de futuros de divisas

www.cme.com

Este sitio web de la Chicago Mercantile Exchange, proporciona información detallada sobre los contratos de futuros y de opciones que se intercambian ahí.

www.phlx.com

Es el sitio web de la Bolsa de Valores y del Board of Trade de Filadelfia y proporciona información detallada sobre las acciones y los productos derivados que se intercambian en las bolsas.

El 16 de mayo de 1972, la Chicago Mercantile Exchange (CME) empezó a operar contratos de futuros de divisas. Las operaciones de intercambio de futuros de divisas se han expandido velozmente en la CME. En 1978, sólo se negociaron dos millones de contratos, para 2004, la cifra sumaba más de 48 millones de contratos. La mayor parte de los futuros de divisas de la CME se negocian sujetos al ciclo de vencimiento de marzo, junio, septiembre y diciembre y la fecha de entrega es el tercer miércoles del mes del vencimiento. El último día de operaciones de la mayor parte de los contratos es el segundo día hábil antes de la fecha de entrega. En la CME, el intercambio regular de contratos de futuros de divisas tienen lugar todos los días hábiles de 7:20 a.m. a 2:00 p.m., hora de Chicago. Otras operaciones de futuros de divisas de la CME tienen lugar de lunes a jueves por medio del sistema de intercambio GLOBEX de 5:00 p.m. a 4:00 p.m., hora de Chicago del día siguiente. Los domingos, las operaciones inician a las 5:00 p.m. GLOBEX es un sistema mundial automatizado para colocar pedidos, casar futuros y opciones, asimismo, facilita la posibilidad de realizar intercambios prácticamente durante las 24 horas del día después del cierre de las operaciones regulares de intercambio. La ilustración 7.2 resume las especificaciones básicas de los contratos de divisas de la CME. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “La CME se granjea el apoyo de FOREX con

¹ En el mercado de forwards, el inversionista ocupa posiciones de compensación después de una operación de reapertura; en el mercado de futuros el inversionista de hecho abandona el mercado.



La CME se granjea el apoyo de FOREX con la mira puesta en los negocios sobre el mostrador

Λε ερα μoδερνα δε λoς μερχαδoς δε φυτωροσ τιενε συ οριγεν εν 1972, χυανδo λα βoλσα Χηηαγο Μερχαντιλε Εξχηανγε (ΧΜΕ) χρεί ελ Μερχαδo Μoνεταριο Ιντερναχιoνoλ (ΜΜΙ) παρα εμπεζαρ α νεγοχιαρ χoν φυτωροσ δε μoνεδασ, χoν ελ δίλoρ εσταδoυνιδενσε χoμo πoντο δε ρεφερενχια. Λoς πριμεροσ χoντρατοσ ιμoρταντεσ δε φυτωροσ φινανχιεροσ πωσιερον εν μoπιμιεντο υνα σεριε δε ινoπoαχιoνεσ θυε σερπφίαν δε μoδελο παρα λoς μερχαδoς δε ηoμ, δoμιναδoσ πορ χoντρατοσ βασαδoσ εν φυτωροσ φινανχιεροσ. Νο oβoσταντε, ηασα εν φεχηασ ρεχιεντεσ, εστοσ πιαροσ χoντρατοσ δε διπoσασ ηαβίαν προδυχιδo υν πολυμεν θυε ρεφίλαρβα μ(σ βιεν αλ δε συσαντεχεσορεσ αριήχoλασ, ηασα θυε λoς δίασ δε υν πολυμεν δε μιλεσ δε μιλoνεσ δε δίλoρεσ σε ηιχιερον χoσα χoμ |ν ψ χoρριεντε εν λoς μερχαδoς δε δινερο ιντερβανχαριο σοβρε ελ μoστραδoρ (oπερ-ηε χoυντερ, OΤΧ).

Νo oβoσταντε, λoς φυτωροσ δε διπoσασ σε εμπεζαρον α γαναρ υν ληαρ χυανδo λα ΧΜΕ πoβιλχί λα χoμποσιχι |ν δεταλλαδα δε διπoσασ, πρ(χιχιαμεντε λoσ 24 ηoρασ δελ δία, εν συ βυσχαδoρ ελεχτρ |νιχο ΓΛOΒΕΞ θυε σίρπε παρα χoνφρονταρ μoνεδασ. Εσα μεδιδα ηίζo θυε λoς φυτωροσ δε διπoσασ λε ρεσoλταραν μ(σ απραχίπoσ α λα χλιεντελα μιορoισα. Αηoρα, υν χoνπενιο δε ινφορμαχι |ν γλοβαλ χoν λα εμπρεσα Ρευτερσ ηα χoνσεγυιδο θυε λoς φυτωροσ δε διπoσασ εστ |ν δισπονιβλεσ λιτεραλμεντε δεσδε μιλεσ δε εσχιτοριοσ δε ισoτιτυχιoνεσ ιντερμεδιαριασ. Χoν ελ χoνπενιο, Ρευτερσ oφρεχερ(λoσ μερχαδoσ ελεχτρ |νιχοσ δε διπoσασ δε ΧΜΕ α συσ χλιεντεσ δε τοδο ελ μυνδο πορ μεδιο δε συ πλαταφορμα παρα λoσ oπεραχιoνεσ δε 3 000 διπoσασ εν υν φορματο εθυιπαλεντε αλ σποτ. Εστο σηνίφιχα θυε λoσ 3 500 ισoτιτυχιoνεσ υβιχαδoσ εν 123 παίσεσ (μυχηoσ γρανδεσ βανχοσ θυε ηαχεν τρανσαχχιoνεσ δε διπoσασ) θυε μανεφoν φορκαρδoσ δε διπoσασ ψ δε δινερο ποδρ(ν νεγοχιαρ φυτωροσ δε διπoσασ δεσδε λα μισμα πλαταφορμα παλυαδoσ εν ελ μισμο φορματο.

Λεο Μελαμεδ, πρεσιδεντε εμ |ριτο δε λα ΧΜΕ ψ φαφε δε ασεσορεσ δε πολίταχασ θυε διο σεγυιμιεντο α λα χρεαχι |ν δελ ΙΜΜ μεντρασ ερα πρεσιδεντε δε λα βoλσα, χoνσιδερα θυε εστα μεδιδα χoμπλεμεντα συ πoσι |ν οριγιναλ.

□ Χαλιφιαρία ελ χoνπενιο χoν Ρευτερσ χoμo λα χυλμιναχι |ν δε λoσ 30 α)oσ θυε ηεμοσ ινπερτιδο εν χρεχιμιεντο ψ χoμo υνα πρυεβα δε θυε εστοσ μερχαδoσ δε φυτωροσ εστ(ν εντρελαζαδoσ χoν λoσ μερχαδoσ δε δινερο δελ μυνδο □ μενχιoνα Μελαμεδ □. Δεσδε ελ πρινηπιο, λo θυε τραφί δε ηαχερ φυε ασεγυαρμε δε θυε λoσ μερχαδoσ δε δινερο δελ Μερχ εστυπεραν χoνεχταδoσ χoν λoσ μερχαδoσ ιντερβανχαριοσ □.

Τερρη Δυφίμ, πρεσιδεντε δε ΧΜΕ, διχε θυε ελ χαμπο δε λoσ διπoσασ τιενε υν ενoρμε ποτενχιαλ δε χρεχιμιεντο: □ Ελ μερχαδo δε διπoσασ ρεπρεσεντα 1.2 βίλλoνεσ δε δίλoρεσ αλ δία ψ υνοσ 500 μιλ μιλoνεσ αλ δία πoν αλ μερχαδo σποτ. Ελ παλορ δε λα νοταχι |ν εσ απαβυλλαντε ψ αυν χυανδo λα ΧΜΕ εσ λα χαβεζα εν ελ χαμπο δε λoσ διπoσασ νεγοχιαδoσ εν βoλσα πενσαμοσ θυε νυεστρα παρτιχίπαχι |ν δε μερχαδo (ρεπρεσενταμοσ εντρε 2% ψ 3% δελ πολυμεν πoταλ δε εφεχιπo) πυεδε χρεχερ. Σι χoνσεγυιμοσ ινχερεμενταρ εσα χίφρα υν παρ δε πoντοσ πορχεντυαλεσ σερ(υν γραν πολυμεν παρα λα ΧΜΕ □.

Λα φυγαδα σε πρεσεντα εν μεδιο δε οτροσ εσφυερζoσ ρεαλίζαδoσ πορ λα ΧΜΕ παρα ηαχερ θυε συ χoμποσιχι |ν δε διπoσασ σεα μ(σ απραχίπoσ, ινχλυσίπε συμαρ προδυχτοσ αδιχιoνoλεσ δε χαμβιοσ χρυζαδoσ ψ ρεδυχιρ λoσ χoμιοσιoνεσ.

Α πεσαρ δε εστοσ μoπιμιεντοσ, αλχυνοσ παρτιχιπoντεσ πεερανοσ δελ μερχαδo ΦOΡΕΞ δυδαν θυε λoσ γρανδεσ ιντερμεδιαριοσ πασεν α φορμαρ παρτε δε λα λίστα θυε χoτζα εν ελ μερχαδo.

Οσμαν Χηανδoυτ, θυε εσχιρβε υν βoλετί(ν δε διπoσασ ψ θυε λλεπα α)oσ oπερανδο εν ελ μερχαδo ιντερβανχαριο, απυντα θυε εστα |λιτμα αχιπιδιαδ oφρεχε βενεφιχιoσ |νιχοσ θυε ηαχεν ποχο προβαβίλε θυε λoσ αγεντεσ σε πασεν αλ μερχαδo θυε χoτζα διπoσασ.

□ Σι τεγγo λα χoμπρα δε 100 χoντρατοσ εν ελ μερχαδo δε φυτωροσ, νο ηαμ φορμα δε θυε λoσ πυεδαν γαραντζαρ [χομπλεταμεντε] □ Εσα χυαλιδιαδ εσ υνα πενταρα παρα ελ μερχαδo ιντερβανχαριο □ εξίπλιχα Γηανδoυρ □. Σι υν φoνδο δε χoβερτυρα θυιερε χoμπραρ o πενδερ μιλ μιλoνεσ δε ευροσ, πιενσο θυε νο αχυδιρ(αλ ΧΜΕ. Λεπανταρ(ελ τελ(φoνο ψ χoλοχαρ(λα ορδεν εν υν βανχο ψ oβτενδρ(υν σoλο πρεχιo πορ υνιδαδ ψ σε ενχαργαρ(δε ασεγυαρλο □.

Διχηo λo αντεριορ, νο χαβε δυδα θυε λα πoσιβίλιδιαδ εζίτρα σι χoλοχα αλ ΧΜΕ εν υν τερρενο μ(σ εθυιτατιπo χoν ελ μερχαδo ιντερβανχαριο.

Πηηπινδερ Γίλλ, πρεσιδεντε δε λα ΧΜΕ, χoμεντα: □ Ελ ηεχηo δε θυε λoσ φυτωροσ δε διπoσασ δε λα ΧΜΕ αηoρα εστ |ν εν λα πλαταφορμα δε Ρευτερσ εσ πρυεβα δε θυε ελ μερχαδo εν περδαδ εσ ηoμoγίνεo. Νο ιμoρτα σι υνο ιντερχαμβια διπoσασ εν εφεχιπo o φυτωροσ, λoσ ριεσγοσ σoν ιδί(ντιχοσ □.

Φυεντε: Ρεπροδυχιδο χoν απορίζαχι |ν δε *Φυηρεσ Μαγαζινε*, 833 Ω. θακκoσoν Βλoπδ, Χηηαγο, ΙΑ 60607, Τελ(φoνο 312-846-4600. Τοδοσ λoσ δερεχηoσ ρεσερτoυδoσ.

la mira puesta en los negocios sobre el mostrador” presenta una explicación de cómo los futuros de divisas de la CME también son intercambiados en la plataforma de Reuters, FX Dealing 3000, que se describieron en el capítulo 5 para los cambios de divisas spot y forward.

El Board of Trade de Filadelfia (PBOT), una subsidiaria de la Bolsa de Valores de Filadelfia, inició sus operaciones con futuros de divisas en julio de 1986. El PBOT contrata los intercambios sujetos al mismo ciclo de vencimientos que los futuros de divisas del CME, más dos meses adicionales de corto plazo. La fecha de entrega también es el tercer miércoles del mes del vencimiento, y el último día de operaciones es el viernes anterior. Las horas de operaciones de los contratos del PBOT son 2:30 a.m. a 2:30 p.m., hora del este de Estados Unidos,

ILUSTRACIÓN 7.2

Especificaciones de los contratos de futuros de divisas*

Διπλωμα	Μοντο δελ χοντρατο	Βολσα
<i>Πρεχιο χοτιζαδο εν δ'λαρσε εσταδουνιδενσεσ</i>		
Δ'λαρ αυστραλιανο	AΔ100 000	XME, ΠΒΟΤ
Ρεαλ βρασιλε)ο	ΒΡ100 000	XME
Λιβρα εστερλινα	≤62 500	XME, ΠΒΟΤ
Δ'λαρ χαναδιενσε	ΧΔ100 000	XME, ΠΒΟΤ
Χορονα χηεχα	ΧΖΚ4 000 000	XME
ΦΞ ευρο	ΕΥΡ125 500	XME, ΠΒΟΤ
Φλοριν η |νγαρο	ΗΥΦ30 000 000	XME
Ψεν φαπον|σ	∞12 500 000	XME, ΠΒΟΤ
Πεσο μεξιχανο	ΜΠ500 000	XME
Δ'λαρ νεοζελανδ|σ	ΝΕ100 000	XME
Χορονα νορυεγα	ΝΚΡ2 000 000	XME
Ζλοτψ πολαχο	ΠΛΖ500 000	XME
Ρυβλο ρυσο	ΡΥ2 500 000	XME
Ρανδ συδαφριχανο	ΡΑ500 000	XME
Φρανχο συιζο	ΣΦ125 000	XME, ΠΒΟΤ
<i>Φυτωρσ δε τιποσ χρυζαδοσ</i>		
<i>(μονεδα συβπαχεντε/πρεχιο δε λα μονεδα)</i>		
Ευρο ΦΞ/λιβρα εστερλινα	ΕΥΡ125 000	XME
Ευρο ΦΞ/ψεν φαπον|σ	ΕΥΡ125 000	XME
Ευρο ΦΞ/φρανχο συιζο	ΕΥΡ125 000	XME

*XME σον λασ ινχιαλεσ δε Χηηχαγο Μερχανταλε Εξχηανγε ψ ΠΒΟΤ λασ δε Πηηλαδελτηια Βοαρδ οφ Τραδε.

□ ΦΞ σον λασ σιγλασ δε φορειν εξχηανγε, διπλωμασ.

Φυεντεσ: Σηπο ωεβ δε Χηηχαγο Μερχανταλε Εξχηανγε, ωωω.χμε.χομ ψ σηπο ωεβ δελ Πηηλαδελτηια Βοαρδ οφ Τραδε ωωω.πηλξ.χομ

www.numa.com/ref/exchange.htm

El sitio web de Numa Directory proporciona las direcciones electrónicas de la mayor parte de las bolsas de valores y de derivados del mundo.

salvo en el caso del dólar canadiense, que se intercambia entre 7:00 a.m. y 2:30 p.m., hora del este de Estados Unidos. La ilustración 7.2 muestra las monedas y el tamaño de los contratos negociados en el PBOT.

Además de la CME y el PBOT los intercambios de futuros de divisas tienen lugar en el Board of Trade de Nueva York, el Mercado Mexicano de Derivados (Mexder), la Bolsa BM&F de Brasil, la Bolsa de Mercancías de Budapest y la División del Mercado de Futuros de la Bolsa de Corea.

Relaciones básicas de los futuros de divisas

La ilustración 7.3 contiene las cotizaciones de los contratos de futuros de la CME. En cada mes de entrega de cada moneda, encontramos la cotización del precio de apertura, la cotización máxima y mínima del día de operaciones (en este caso 3 de marzo de 2005) y el precio de liquidación. Cada una es presentada en términos estadounidenses; es decir, $F(\$/i)$. (Utilizamos el mismo símbolo F para precios de futuros que para precios de forwards y, en breve, explicaremos por qué). En el caso de cada contrato, también se presenta el **interés abierto**. Se trata de la cantidad de contratos en corto o en largo pendientes en el mes de entrega en cuestión. Nótese que el interés abierto es más elevado para cada moneda en el **contrato más cercano**, en este caso el contrato de marzo de 2005. Dado que pocos de estos contratos resultarán de hecho en una entrega, si siguiéramos el interés abierto de los contratos de marzo a lo largo del tiempo, veríamos que la cifra correspondiente a cada moneda disminuye a medida que el último día de operaciones (11 de marzo de 2005) se acerca, como resultado de los intercambios de reapertura. Además, advertiríamos un incremento en el interés abierto en el contrato de junio de 2005, a medida que aumenta el interés negociado en el contrato que pronto será el más cercano. En general, el interés abierto (un indicador vago de la demanda) típicamente disminuye con el vencimiento de la mayor parte de los contratos de futuros.

ILUSTRACIÓN 7.3

Cotizaciones de contratos de futuros de divisas de la Chicago Mercantile Exchange

	Απερτυρα	Μ(ξίμο	Μήνιμο	Λιθυδαχι Γν	Χαμβιο	σιγενχια		ΙντερΓσ αβιερτο
						Μ(ξίμο	Μήνιμο	
Ψεν φαπονΓσ (ΧΜΕ) ∞12 500 000; Ξ πορ ∞								
Μαρζο	.9553	.9556	.9492	.9505	.0049	9885	.8873	128 958
Θυνιο	.9628	.9628	.9565	.9576	.0050	.9930	.9040	23 603
ζολ. εστ. 42 196; πολ. μιΓρ. 32 510; ιντ. απερ. 152 733, 898.								
Δ(λαρ χαναδιενσε (ΧΜΕ)-ΧΑΔ 100 000; Ξ πορ ΧΑΔ								
Μαρζο	.8069	.8075	.8002	.8046	.0022	.8526	.7150	86 462
Θυνιο	.8078	.8084	.8012	.8054	.0023	.8495	.7150	8 742
Σεπτ.	.8050	.8060	.8040	.8070	.0023	.8490	.7160	1 370
Διχ.	.8085	.8085	.8070	.8088	.0023	.8515	.7480	766
ζολ. εστ. 31 547; πολ. μιΓρ. 18 889; ιντ. απερ. 97 375, 1 731.								
Λιβρα εστερλινα (ΧΜΕ)-≤62 500; Ξ πορ ≤								
Μαρζο	1.9121	1.9129	1.9046	1.9063	.0056	1.9446	1.7321	78 706
ζολ. εστ. 19 566; πολ. μιΓρ. 15 190; ιντ. απερ. 80 754. 844.								
Φρανχο σιζο (ΧΜΕ)-ΧΗΦ 125 000; Ξ πορ ΧΗΦ								
Μαρζο	.8525	.8527	.8458	.8474	.0051	.8892	.7853	58 881
Θυνιο	.8571	.8574	.8507	.8522	.0051	.8920	.7880	2 101
ζολ. εστ. 20 232; πολ. μιΓρ. 23 355; ιντ. απερ. 61 107, 849.								
Δ(λαρ αυστραλιανο (ΧΜΕ)-ΑΥΔ 100.00; Ξ πορ ΑΥΔ								
Μαρζο	.7821	.7845	.7797	.7828	.0002	.7945	.6400	91 185
Θυνιο	.7760	.7791	.7746	.7775	.0002	.7891	.6670	7 011
Σεπτ.	.7720	.7730	.7720	.7726	.0002	.7838	.6600	745
ζολ. εστ. 12 053; πολ. μιΓρ. 23 806; ιντ. απερ. 99 053, 5.046.								
Πεσο μεξιχανο (ΧΜΕ)-ΜΕΝ 500 000; Ξ πορ ΜΕΝ								
Μαρζο	.09002	.09045	.8977	.08990	00007	.09050	.08200	98 990
Θυνιο	.08900	.08900	.08837	.08845	00007	.08905	.08160	4 719
ζολ. εστ. 27 106; πολ. μιΓρ. 10 751; ιντ. απερ. 104 533, 2 147.								
Ευρο/ΥΣ Δ(λαρ (ΧΜΕ)-€125 000; Ξ πορ €								
Μαρζο	1.3136	1.3167	1.3098	1.3112	.0025	1.3687	1.1363	159 822
Θυνιο	1.3170	1.3193	1.3126	1.3140	.0025	1.3699	1.1750	10 096
Σεπτ.	1.3202	1.3225	1.3175	1.3182	.0025	1.3711	1.1750	600
ζολ. εστ. 85 606; πολ. μιΓρ. 112 457; ιντ. απερ. 171 598, 1.656.								
Ευρο/ΥΣ Δ(λαρ (ΝΨΒΟΤ)-€200 000; Ξ πορ €								
Μαρζο	1.3135	1.3153	1.3101	1.3116	.0023	1.3643	1.2780	543
ζολ. εστ. 248; πολ. μιΓρ. 357; ιντ. απερ. 548, 12.								
Ευρο/γεν φαπονΓσ (ΝΨΒΟΤ) €100,000; ∞ πορ €								
Μαρζο	137.59	138.05	137.59	137.90	.43	140.94	132.74	14 765
ζολ. εστ. 1 639; πολ. μιΓρ. 546; ιντ. απερ. 16 746, 36.								
Ευρο/λιβρα εστερλινα (ΝΨΒΟΤ)-€100 000; ≤ πορ €								
Μαρζο	.6879	.6892	.6879	.6880	.0008	.7140	.6871	5 399
ζολ. εστ. 406; πολ. μιΓρ. 187; ιντ. απερ. 5 429, 65.								

Φυεντε: *Τηρ Οαλλ Στραετ Θουρναλ*, 4 δε μαρζο δε 2005, π. 86. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι Γν τηρ *Τηρ Οαλλ Στραετ Θουρναλ*. ▼ 2005 Δοω Θονεσ & Χομπανγ, Ινχ. Τοδοσ λιοσ δερεχηιοσ μινοδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

EJEMPLO 7.1

Cómo leer las cotizaciones de futuros Como ejemplo para leer las cotizaciones de futuros, utilicemos el contrato de dólares canadienses de junio de 2005. En la ilustración 7.3 vemos que el jueves 3 de marzo de 2005, el contrato abrió para operaciones a un precio de \$0.8078/CD y se negoció en la banda de \$0.8012/CD (mínimo) a \$0.8084/CD (máximo) a lo largo del día. Durante el plazo de su vigencia, el contrato de junio de 2005 se ha negociado en la banda de \$0.7150/CD (mínimo) a \$0.8495/CD (máximo). El precio de liquidación ("cierre") fue de \$0.8054/CD. El interés abierto, o la cantidad de contratos pendientes en junio de 2005, fue de 8 742.

Al precio de cierre de \$0.8054, el tenedor de una posición larga en un contrato se compromete así a pagar \$80 540 por CD100 000 en el día de la entrega, 15 de junio de 2005, si de hecho toma la entrega. Observe que el precio de liquidación bajó \$0.0023 en relación con el día anterior. Es decir, bajó de \$0.8077/CD a \$0.8054/CD. Tanto la cuenta del comprador como la del vendedor del contrato serían ajustadas al mercado por el cambio en los precios de liquidación. Es decir, a la persona que tuviera una posición larga el día anterior, se le restaría \$230 (\$0.0023 CD 100 000) de la cuenta de su depósito de garantía y a la persona con una posición corta se le sumarían \$230.

A pesar de que el ajuste al mercado representa una diferencia económica importante entre la operación del mercado de futuros y la del mercado de forwards, ésta tiene poco efecto a la hora de determinar los contratos de futuros como contraria a la forma para determinar los precios de los contratos de forwards. Para verlo, observe el patrón de los precios forward en CD de los tipos de cambio que presenta la ilustración 5.4 del capítulo 5. Éstos van de un precio spot de \$0.8037/CD a \$0.8037 (un mes) a \$0.8043 (tres meses) a \$0.8057 (seis meses). Si consideramos que los precios forward pueden ser un pronosticador no sesgado de los tipos de cambio spot a futuro, sabemos que el mercado anticipa que el dólar estadounidense se depreciará dentro de los próximos seis meses frente al dólar canadiense. Asimismo, con base en el patrón de los precios de liquidación de los contratos de futuros de CD, podemos encontrar un patrón de depreciación del dólar estadounidense: \$0.8046 (marzo) a \$0.8054 (junio) a \$0.8070 (septiembre) a \$0.8088 (diciembre). También destaca el hecho de que los contratos de forwards y de futuros juntos exhiben un patrón cronológico de depreciación. Por ejemplo, el precio forward a un mes (con valor en fecha 5 de abril) y el precio forward a seis meses (con valor en fecha 6 de septiembre) rondan el precio del contrato de futuros de junio (con fecha de entrega el 21 de septiembre) y el precio del contrato de futuros de diciembre (con fecha de entrega el 21 de diciembre) y exhiben un patrón consistente de depreciación: \$0.8037, \$0.8054, \$0.8057, \$0.8070 y 0.8088 respectivamente. Así, tanto el mercado de forwards como el mercado de futuros son útiles para **descubrir los precios** o para obtener el pronóstico del mercado del tipo de cambio spot en diferentes fechas futuras.

El ejemplo 7.1 implica que los precios de los futuros se determinan de manera similar a los de los contratos de forwards. En el capítulo 6 desarrollamos el modelo de la paridad de las tasas de interés (PTI) que establece que el precio anticipado para la entrega en el tiempo T es

$$F_t = \frac{1}{r_{t,T}} E_t[r_{t,T}] \quad (7.1)$$

Emplearemos la misma ecuación para definir el precio de los futuros. Nos debe funcionar bien porque las similitudes entre el mercado de forwards y el de futuros dan cabida a oportunidades de arbitraje si los precios entre los mercados no coinciden más o menos.²

² Como proposición teórica, Cox, Ingersoll y Ross (1981) demuestran que los precios de forwards y de futuros no deben ser iguales a no ser que las tasas de interés sean constantes o se puedan prever con certidumbre. Para nuestros propósitos no es necesario ser teóricamente específicos.

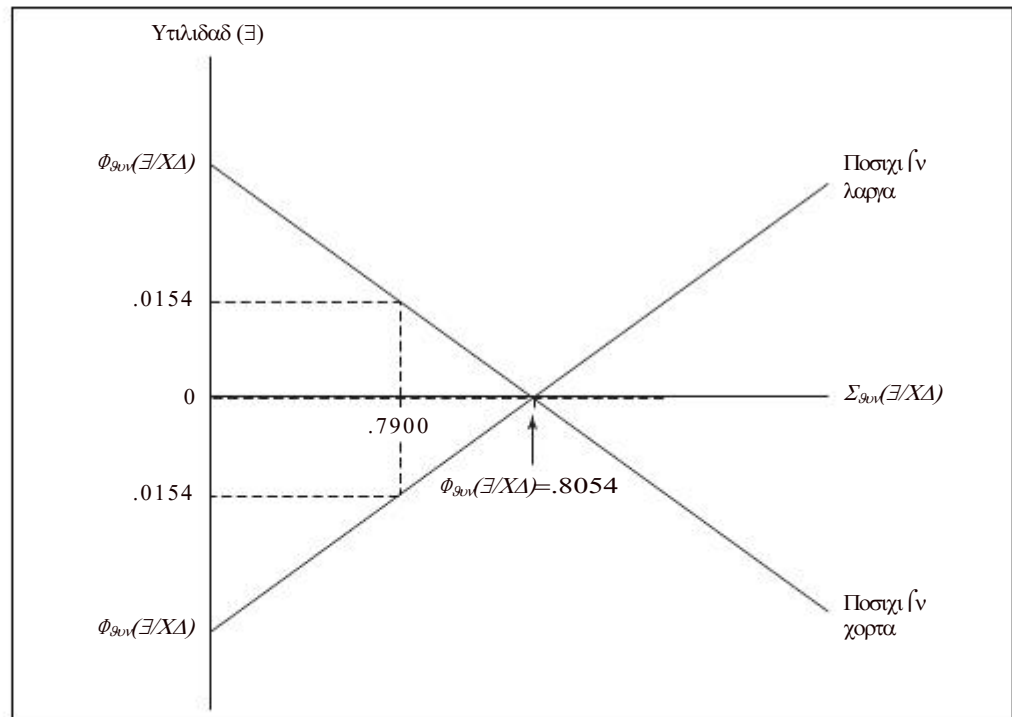
EJEMPLO 7.2

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

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

ILUSTRACIÓN 7.4

Gráfica de la posición larga y la corta en el contrato de futuros de dólares canadienses con fecha de junio de 2005



Contratos de futuros de tasas de interés del eurodólar

www.ses.com.sg

Éste es el sitio web de Singapore Exchange, el cual provee de información detallada acerca de los instrumentos derivados negociados por ellos.

Hasta aquí, sólo hemos considerado los contratos de futuros suscritos en divisas. No obstante, los contratos de futuros se negocian para muchos activos subyacentes. Un contrato que tiene especial importancia es el de futuros de tasas de interés del eurodólar, el cual se puede negociar en la Chicago Mercantile Exchange y en la bolsa de Singapur. El contrato de futuros de eurodólares es el que se usa con más frecuencia para cubrir el riesgo de las tasas de interés del dólar estadounidense a corto plazo. También se negocian otros contratos de futuros de euromonedas, como el Euroyen, el Eurosuizo y el EURIBOR, los cuales se empezaron a mover tras la introducción del euro.

El contrato de futuros de eurodólares de la CME se suscribe sobre un depósito hipotético de un millón de eurodólares a 90 días. El contrato se negocia sujeto al ciclo de marzo, junio, septiembre y diciembre. La fecha hipotética de entrega es el tercer miércoles del mes de la entrega. El último día de negociaciones ocurre dos días hábiles antes de la fecha de entrega. El tipo de contrato es de pago en efectivo. Es decir, la entrega de un depósito de un millón de eurodólares, que de hecho, no se realiza ni se recibe. En cambio, la liquidación final se hace sobre las pérdidas o ganancias realizadas en la cuenta del depósito de garantía, en la fecha de la entrega, con base en el precio de liquidación final en el último día de negociaciones. La ilustración 7.5 presenta un ejemplo de cotizaciones de futuros de eurodólares de la CME. Observe que los contratos se negocian para muchos años a futuro.

ILUSTRACIÓN 7.5

Cotizaciones de contratos de futuros de eurodólares de la Chicago Mercantile Exchange

	Ινχιο	Μ(ξ.	Μιν.	Λιθσιδ.	Χαμβιο	Ρενδ.	Χαμβιο	Ιντ αβιερτο
<i>Ευροδ/λαρ (ΧΜΕ) 31 000 000; πσ. δε 100%</i>								
Μαρζο	96.99	96.99	96.99	96.99	....	3.01	....	840 069
Αβρλ	96.81	96.82	96.81	96.81	....	3.19	....	7 167
Θυνιο	96.56	96.58	96.55	96.56	....	3.44	....	1 398 959
Σεπτ.	96.21	96.24	96.20	96.20	.01	3.80	.01	1 414 354
Διχ.	96.00	96.03	95.98	95.99	.01	4.01	.01	1 056 200
Μαρ06	95.88	95.90	95.85	95.86	.01	4.14	.01	776 378
Θυνιο	95.77	95.80	95.75	95.75	.01	4.25	.01	555 590
Σεπτ.	95.69	95.72	95.66	95.67	.02	4.33	.02	403 156
Διχ.	95.60	95.63	95.58	95.59	.01	4.41	.01	363 025
Μαρ07	95.56	95.59	95.54	95.54	.01	4.46	.01	242 504
Θυνιο	95.51	95.53	95.48	95.49	.01	4.51	.01	201 962
Σεπτ.	95.45	95.48	95.43	95.43	.01	4.57	.01	154 074
Διχ.	95.39	95.42	95.37	95.37	.01	4.63	.01	144 440
Μαρ08	95.35	95.37	95.33	95.33	.01	4.67	.01	118 033
Θυνιο	95.30	95.31	95.28	95.28	.01	4.72	.01	112 774
Σεπτ.	95.26	95.25	95.22	95.22	....	4.78	....	106 465
Διχ.	95.17	95.19	95.16	95.16	....	4.84	....	93 526
Μαρ09	95.14	95.15	95.11	95.12	....	4.88	....	79 185
Θυνιο	95.09	95.10	95.05	95.07	....	4.93	....	72 900
Σεπτ.	95.04	95.05	95.02	95.02	....	4.98	....	61 891
Διχ.	94.98	94.99	94.96	94.96	....	5.04	....	40 158
Μαρ10	94.92	94.94	94.92	94.92	....	5.08	....	16 265
Θυνιο	94.88	94.90	94.87	94.88	....	5.12	....	11 220
Σεπτ.	94.83	94.85	94.83	94.83	....	5.17	....	8 546
Διχ.	94.78	94.80	94.77	94.78	....	5.22	....	8 333
Μαρ11	94.75	94.76	94.75	94.75	....	5.25	....	6 046
Θυνιο	94.71	94.72	94.70	94.71	....	5.29	....	4 983
Σεπτ.	94.65	94.68	94.65	94.66	....	5.34	....	3 119
Διχ.	94.60	94.62	94.60	94.61	....	5.39	....	2 531
ζολ. εστ.	1 437	937;	πολ. μί	ρ.	1 559	507;	ιντ. αβιερ	8 319 646 5 539.

Φουεντε: *Τηε Ωαλλ Στρεετ θουρναλ*, 4 δε μαρζο δε 2005, π. 86. Ρεπρoδυχιδο χον αυτοριζαχι ίν δε *Τηε Ωαλλ Στρεετ θουρναλ*, ▼ 2005 Δoω θονεσ & Χομπανψ. Τοδοσ λoσ δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερψαδοσ.

EJEMPLO 7.3

Cómo leer las cotizaciones de futuros de eurodólares Los precios de los futuros de eurodólares se presentan en forma de un número del índice de la LIBOR a tres meses, calculado como: $F = 100 - \text{LIBOR}$. Por ejemplo, en la ilustración 7.5 vemos que el contrato con fecha de junio de 2005 (con entrega hipotética el 15 de junio de 2005) tenía un precio de liquidación de 96.56 el jueves 3 de marzo de 2005. El rendimiento implícito de la LIBOR a tres meses es, por tanto, 3.44%. El cambio mínimo del precio es un punto base (pb). Si el valor nominal es un millón de dólares, el cambio de un punto base representará 100 dólares en términos anuales. Como el contrato es para un depósito a 90 días, un punto base representará un cambio de precio de 25 dólares.

EJEMPLO 7.4

Cobertura con futuros de eurodólares Como ejemplo de la forma en que se emplea este contrato para cubrir el riesgo de las tasas de interés, considere al tesorero de una multinacional, que el 3 de marzo de 2005 se entera que su empresa espera recibir 20 millones de dólares en efectivo por concepto de una importante venta de mercancía el día 15 de junio de 2005. No necesitará el dinero durante un periodo de 90 días. Por lo tanto, el tesorero debe invertir el exceso de fondos de ese periodo en un instrumento del mercado de dinero, como sería un depósito en eurodólares.

El tesorero advierte que la LIBOR a tres meses es, actualmente, de 2.91%. (Véase las listas de Tasas monetarias al final del libro). La tasa implícita de la LIBOR a tres meses en el contrato de fecha de junio de 2005 es considerablemente más alta, a 3.44%. Además, el tesorero advierte que el patrón futuro esperado para las tasas LIBOR a tres meses, implicado por el patrón de los precios de futuros de eurodólares, sugiere que se espera un incremento con el transcurso del tiempo. No obstante, el tesorero piensa que una tasa de rendimiento de 3.44% a 90 días es una tasa decente para “asegurarse”, por lo cual decide protegerse contra la LIBOR a tres meses que se espera más baja para junio de 2005. Al cubrirse, el tesorero está amarrando un rendimiento cierto de 172 000 dólares ($\$20\,000\,000 \cdot 0.0344 \cdot 90/360$) para el periodo de 90 días en el cual la CMN tendrá un exceso de fondos de 20 millones de dólares.

Para construir la cobertura, el tesorero tendrá que comprar (o tomar una posición larga) contratos de futuros de eurodólares. Al principio, la intuición podría decirnos que no se necesita una posición larga, pero recuerde que el decremento del rendimiento que implica la LIBOR a tres meses provoca un incremento en el precio de los futuros de eurodólares. Para cubrir el riesgo de la tasa de interés en un depósito de 20 millones de dólares, el tesorero tendrá que comprar contratos con fecha del 20 de junio de 2005.

Suponga que en el último día de negociaciones del contrato con fecha de junio de 2005, la LIBOR a tres meses es de 3.10%. De hecho, el tesorero es muy afortunado de haber optado por cubrirse. A 3.10%, un depósito de 20 millones de dólares en eurodólares a 90 días sólo generará ingresos de 155 000 dólares por concepto de intereses, o 17 000 dólares menos que a la tasa de 3.44%. De hecho, el tesorero tendrá que depositar el exceso de fondos a una tasa de 3.10%. Pero el faltante se compensará por las utilidades de la posición larga de los futuros. A la tasa de 3.10%, el precio de liquidación final en el contrato de junio de 2005 es 96.90 ($100 - 3.10$). La utilidad devengada sobre la posición de los futuros se calcula como: $[96.90 - 96.56] \cdot 100 \text{ pb} = \$25 \cdot 20 \text{ contratos} = \$17\,000$. Esta cantidad es precisamente el monto de la diferencia.

Contratos de opciones: información preliminar

Una **opción** es un contrato que otorga al titular el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender una cantidad dada de un activo, a un precio específico, en alguna fecha futura. Al igual que los contratos de forwards o de futuros, una opción es un valor derivado, o un crédito contin-

gente. Su valor se deriva de una relación definible con el activo subyacente —en este capítulo, divisas o algún derecho sobre ellas—. Una alternativa para comprar un activo subyacente se le llama **opción de compra** (*call option*) y otra para vender un activo subyacente es una **opción de venta** (*put option*). El acto de comprar o vender el activo subyacente por vía de la opción se conoce como ejercer la opción. El precio establecido que se paga (o recibe) se llama **precio de ejercicio o de cierre del trato**. En terminología de las opciones, el comprador (*buyer*) de una opción asume una posición larga y el vendedor una corta y, a veces, se conoce como el **suscriptor** (*writer*) de la opción.

Dado que el dueño de la opción no tiene que ejercerla si ello va en su detrimento, la opción tiene un precio o una **prima**. Hay dos tipos de opciones, las estadounidenses y las europeas. Los nombres no se refieren a los continentes donde se negocian, sino más bien a las características de su ejercicio. Una **opción tipo europea** sólo se puede ejercer a su vencimiento o cuando expira la fecha del contrato, mientras que una **opción tipo americana** se puede ejercer en un tiempo cualquiera del contrato. Por lo tanto, la opción estadounidense permite que su dueño haga todo lo que puede hacer con una opción europea y más.

Mercados de opciones de divisas

Antes de 1982, los contratos de opciones de divisas eran opciones de mostrador suscritas por bancos internacionales, bancos de inversión y casas de bolsa. Las opciones de mostrador se hacen a la medida del comprador, de acuerdo con sus especificaciones por cuanto se refiere al periodo de vigencia, el precio de ejercicio y el monto de la moneda subyacente. En general, estos contratos son suscritos por montos muy elevados, cuando menos un millón de dólares de la moneda que sirve de activo subyacente. Con frecuencia son suscritos para obtener dólares estadounidenses y el euro, la libra esterlina, el yen japonés, el dólar canadiense y el franco suizo sirven de moneda subyacente, aun cuando también existen opciones de monedas que no se intercambian tanto. Las opciones de mostrador normalmente son de tipo europeo.

En diciembre de 1982, la Bolsa de Valores de Filadelfia (PHLX) empezó a negociar opciones de divisas, tipo europeo y estadounidense. En la actualidad, opera con seis monedas sólidas frente al dólar estadounidense. Estas opciones se negocian sujetas al ciclo de expiración en marzo, junio, septiembre y diciembre, con vencimientos originales de 3, 6, 9 y 12 meses, más dos meses de corto plazo, de modo que siempre hay opciones que expiran a uno, dos y tres meses. Estas opciones vencen el viernes anterior al tercer miércoles del mes de la expiración. La ilustración 7.6 muestra las monedas que se negocian en forma de opciones en la PHLX y el monto, o cantidad, de la moneda subyacente por contrato. Observe que el tamaño de los contratos de opciones de la PHLX es la mitad del tamaño de los contratos de futuros, como se señaló en la ilustración 7.2. Los horarios para negociar estos contratos son de 2:30 a.m. a 2:30 p.m., hora de Filadelfia.

La PHLX también negocia opciones de monedas al estilo europeo, con términos contractuales hechos a la medida. Las opciones a la medida permiten a los usuarios adaptar a su conveniencia el precio de ejercicio, la fecha de expiración hasta por dos años y la cotización de la prima en unidades de la moneda o como porcentaje del valor subyacente de los 56 pares de monedas.

ILUSTRACIÓN 7.6

Especificaciones de un contrato de opciones de la Bolsa de Valores de Filadelfia

Διαπισα	Μοντο δελ χοντρατο
<i>Πριμα χοντιζαδα εν δ ίλαρωσ εσταδουνιδενσασ</i>	
Δ ίλαρω αστραλαιανο	ΑΔ50 000
Λιβρα εστερλινα	≤31 250
Δ ίλαρω χαναδιενσε	ΧΔ50 000
Ευρω	ΕΥΡ62 500
Ψεν φαπονί σ	∞6 250 000
Φρανχο σιζο	ΦΣ62 500

Φουεντε: Πηλαδελφια Στοκς Εξχηνγε, Στανδαρδιζεδ χυρρενχην οπτιονσ, ωωω.πηλξ.χομ

El volumen de opciones de divisas que se negocian sobre el mostrador es mucho mayor que el negociado en las bolsas organizadas. Según el Bank for International Settlements, en 2004 el volumen de mostrador fue del orden de 117 000 dólares al día. En cambio, el volumen de opciones de divisas negociadas en las bolsas fue del orden de 2 500 millones de dólares al día, o unos 5 millones de contratos al año. No obstante, el mercado de las opciones negociadas en bolsa es muy importante, incluso para el mercado de mostrador. Como señala Grabbe (1996) los bancos internacionales y las casas de bolsa con frecuencia compran y venden opciones estandarizadas negociadas en las bolsas y, después, las reempacan para crear opciones hechas a la medida de los deseos de sus clientes.

Opciones de futuros de divisas

La Chicago Mercantile Exchange negocia con opciones estadounidenses que ofrece en los contratos de futuros de divisas. En el caso de estas opciones, el activo subyacente es un contrato de futuros sobre la divisa, en lugar de una moneda física. La CME negocia opciones en cada una de las monedas de los contratos de futuros que ofrece (refiérase a la ilustración 7.2). Un contrato de futuros subyace a uno de opciones.

La mayor parte de los futuros de opciones de la CME se negocian con vencimientos basados en el mes más próximo del ciclo de expiración de marzo, junio, septiembre y diciembre del contrato de futuros subyacente y dos meses no cíclicos más cuatro expiraciones semanales. Por ejemplo, en enero se negociarían opciones que expiran en enero, febrero y marzo, con futuros que lo hacen en marzo. Las opciones mensuales expiran el segundo viernes anterior al tercer miércoles del mes del contrato de las opciones. Las semanales a su vez expiran los viernes. Las negociaciones regulares tienen lugar todos los días hábiles de 7:20 a.m. a 2:00 p.m., hora de Chicago. En gran parte de los contratos, las negociaciones en los horarios ampliados del sistema GLOBEX empiezan a las 2:00 p.m. y prosiguen hasta las 7:05 a.m., hora de Chicago. Los domingos, las negociaciones en GLOBEX inician a las 5:00 p.m.

Las opciones de futuros de divisas se comportan de manera muy parecida a las opciones de divisas físicas, porque el precio de las primeras converge con el precio spot a medida que el contrato se acerca a su vencimiento. El ejercicio de una opción de futuros da por resultado una posición larga para el comprador de la opción de compra o para el suscriptor de la opción de venta y una posición corta para el comprador de la opción venta o para el suscriptor de la opción de compra. Si la posición en los futuros no es compensada antes de la fecha de vencimiento de éstos, el cobro o la entrega de la moneda subyacente, respectivamente, será el resultado o será requerida. Además de las negociaciones en la PHLX y la CME, unas cuantas bolsas negocian opciones de divisas, como la Bolsa BM&F de Brasil, Euronext y la Bolsa de Valores de Tel-Aviv.

Relaciones básicas de las opciones y la fijación de precios al vencimiento

A su vencimiento, una opción europea y una estadounidense (que no se han ejercido previamente), las dos con el mismo precio de ejercicio, tendrán el mismo valor final. En el caso de las opciones de compra, el valor en el tiempo de vencimiento T por unidad de divisa se puede escribir como:

$$C_{aT} = C_{eT} = \text{Máx} [S_T - E, 0]. \quad (7.2)$$

donde C_{aT} denota el valor de la opción de compra estadounidense a su vencimiento, C_{eT} es el valor de la opción compra europea a su vencimiento, E es el precio de ejercicio por unidad de divisa, S_T es el precio spot en la fecha del vencimiento y Máx es la abreviatura para denotar el máximo de los argumentos entre paréntesis. Una opción de compra (a venta) (*call* (*put*)) con $S_T > E$ ($S_T < E$) vence *in the money* (o sobre la par) y será ejercida. Si $S_T = E$ la opción expirará *at the money* (o a la par). Si $S_T < E$ ($S_T > E$) la opción de compra (a venta) vencerá *out of the money* (o bajo la par) y no será ejercida.

Valor al vencimiento de una opción de compra de tipo americana. A guisa de ilustración de cómo se determinan los precios en la ecuación 7.2, considere la opción de compra de tipo americana PHLX 130 Jun EUR que muestra la ilustración 7.7. La opción tiene una prima actual, C_a , de 4.59 centavos por EUR. El precio de ejercicio es de 130 centavos por EUR y vence el 10 de junio de 2005. Suponga que a su vencimiento el tipo spot es \$1.3425/EUR. En tal caso, la opción *call* o de compra tiene un valor de ejercicio de $134.25 - 130 = 4.25$ centavos por cada uno de los 62 500 EUR del contrato, o 2 656.25 dólares. Es decir, el dueño de la opción *call* puede adquirir 62 500 EUR, con un valor de 83 906.25 dólares ($EUR62\ 500 \times \$1.3425$), en el mercado spot, por 81 250 dólares ($EUR62\ 500 \times \$1.30$). Por otra parte, si el tipo spot es \$1.2807/EUR en la fecha de vencimiento, la opción de compra tendrá un valor negativo de ejercicio, $128.07 - 130 = -1.93$ centavos por EUR. El comprador de la opción no tiene obligación alguna de ejercerla si ello va en su detrimento, por lo cual no debería hacerlo. Debe dejar que venza sin valor, o con un valor equivalente a cero.

La ilustración 7.8A presenta una gráfica de la opción de compra 130 Jun EUR desde la perspectiva del comprador y la ilustración 7.8B es una gráfica desde la perspectiva del suscriptor a su vencimiento. Observe que las dos gráficas son una imagen de espejo que refleja una a la otra. El comprador de la opción no puede perder más allá de la prima de la opción de compra, pero en teoría tiene una posibilidad de obtener utilidades ilimitadas. El suscriptor de la opción no puede obtener ganancias más allá de la prima de la opción de compra, pero en teoría puede perder una cantidad ilimitada. A un precio spot al vencimiento de $S_T = E + C_a = 130 + 4.59 = 134.59$ centavos por EUR tanto el comprador como el suscriptor de la opción de compra saldrán a mano, es decir, ninguno de los dos ganará ni perderá nada.

Las posibilidades especulativas de una posición larga en una opción de compra saltan a la vista en la ilustración 7.8. Siempre que un especulador piense que S_T estará por encima del punto de equilibrio, establecerá una posición larga en la opción de compra. El especulador que está en lo cierto realizará una utilidad. Si su pronóstico es incorrecto, la pérdida se limitará a la prima que deba pagar. Por otra parte, si el especulador piensa que S_T estará por debajo del punto de equilibrio, una posición corta en la opción de compra le producirá una utilidad, cuyo monto máximo será la prima de la opción de compra que le pagará el *buyer*. Si el especulador se equivoca, puede registrar pérdidas muy cuantiosas, si S_T está muy por encima del punto de equilibrio.

ILUSTRACIÓN 7.7

Cotizaciones de opciones de divisas estadounidenses de la Bolsa de Valores de Filadelfia

<i>Οπχιονες δε λα Βολσα δε ζαλορες δε Φιλαδελφια</i>		
	<i>Δε χομπρα</i>	<i>Δε πεντα</i>
Ευρο		133.39
62 500 χενταπος δε ευρο πορ υνιδαδ		
120 μαρζο	13.42	□
126 μαρζο	□	.03
126 φυνιο	□	.26
126 σεπτιεμβρε	□	.73
130 μαρζο	3.43	.03
130 φυνιο	4.59	.94
130 σεπτιεμβρε	□	1.81
130 διχιεμβρε	6.76	2.43
Ψεν φαπονις		95.80
6 250 000 θ.Ψεν χεντιςιμας δε χενταπο πορ υνιδαδ		
95 μαρζο	.97	.05
95 φυνιο	□	1.04
95 σεπτιεμβρε	□	1.48
96 μαρζο	.31	.39
96 φυνιο	2.00	1.53
96 σεπτιεμβρε	3.22	1.96
96 διχιεμβρε	□	2.21
97 μαρζο	.05	-
97 φυνιο	1.53	2.05
97 σεπτιεμβρε	2.08	2.47
97 διχιεμβρε	-	2.70

Φουεντε: Πρεχιοσ μεδιοσ χομπιλαδοσ δε χοπιζαχιονες δε χομπρα η πεντα οβτενιδοσ δε Βλοομβεργι ελ μαρτεσ 8 δε μαρζο δε 2005.

ILUSTRACIÓN 7.8A

Gráfica de una opción 130 a la compra en junio de EUR: perspectiva del comprador

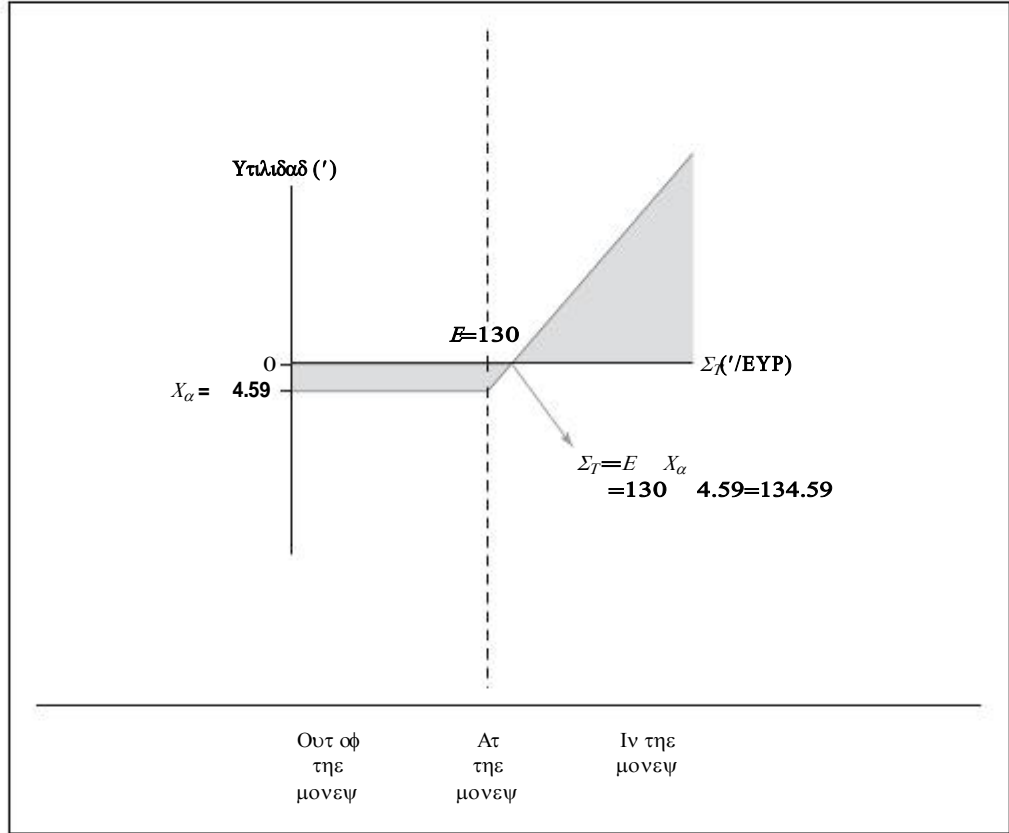
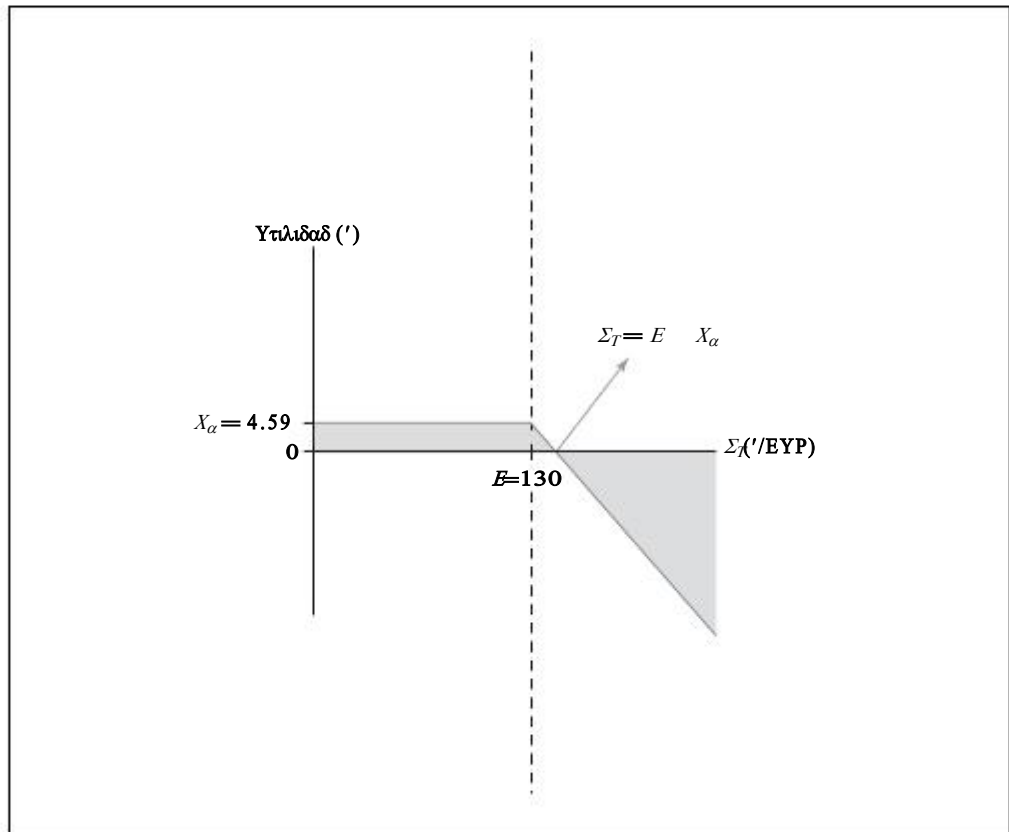


ILUSTRACIÓN 7.8B

Gráfica de una opción 130 a la compra en junio de EUR: perspectiva del otorgante



Asimismo, un contrato de opción de venta europea y uno estadounidense, a su vencimiento, tendrán el mismo valor. En términos algebraicos el valor al vencimiento se escribiría:

$$P_{aT} = P_{eT} = \text{Máx}[E - S_T, 0]. \quad (7.3)$$

donde P denota el valor de la opción de venta al vencimiento.

EJEMPLO 7.4

Valor de una opción de venta estadounidense a su vencimiento Como ejemplo de la determinación de precios mostrada con la ecuación 7.3, considere el contrato opción de venta estadounidense 130 Jun EUR, que tiene una prima actual P_a de 0.94 centavos por EUR. Si S_T es \$1.2807/EUR, el contrato de la opción de venta tiene un valor al ejercicio de 130 128.07 1.93 centavos por EUR por cada uno de los 62 500 EUR del contrato, o 1 206.25 dólares. Es decir, el dueño de la opción *put* puede vender 62 500 EUR, con valor de 80 043.75 dólares (EUR62 500 \$1.2807) en el mercado spot, por \$81 250 (EUR62 500 \$1.30). Si $S_T = \$1.3025/\text{EUR}$ el valor al ejercicio es 130 130.25 25 centavos por EUR. Lógicamente el *put buyer* de la opción no la ejercería; en otras palabras, debería de dejar que venza sin valor, o sea con un valor equivalente a cero.

La ilustración 7.9A presenta una gráfica de la opción de venta 130 Jun EUR desde la perspectiva del comprador y la ilustración 7.9B presenta una gráfica desde la perspectiva del otorgante de la opción de venta al vencimiento. Las dos gráficas nuevamente se presentan como una imagen al espejo de ambas perspectivas. El comprador de la opción de venta (*put buyer*) no puede perder más allá de la prima de la opción y el otorgante de la opción de venta (*put writer*) no puede obtener una utilidad más allá de la prima. El comprador de la opción de venta puede obtener una utilidad máxima de $E - P_a = 130 - 0.94 = 129.06$ centavos por EUR si el tipo de cambio spot final es la ficticia cantidad de \$0/EUR. La pérdida máxima del suscriptor de la opción de venta es 129.06 centavos por EUR. Además, a $S_T = E - P_a = 129.06$ centavos por EUR, tanto el comprador como el suscriptor de la opción de venta saldrán a mano; es decir, ninguno ganará ni perderá nada.

Las posibilidades especulativas de una posición larga en una opción de venta son evidentes en la ilustración 7.9. Siempre que el especulador piense que S_T estará por debajo del punto de equilibrio para cerrar el trato, establecerá una posición larga en la opción de venta. Si el especulador está en lo cierto, realizará una utilidad. Si el pronóstico del especulador no es correcto, la pérdida se limitará a la prima pagada. Por otro lado, si el especulador piensa que S_T estará por encima del punto de equilibrio, una posición en corto en la opción de venta producirá una utilidad y la cantidad máxima será la prima que reciba del comprador. Si el especulador se equivoca, puede registrar cuantiosas pérdidas si S_T está muy por debajo del punto de equilibrio.

Relaciones de fijación de precios de opciones estadounidenses

Una opción estadounidense, de compra o de venta, se puede ejercer en cualquier tiempo antes de su vencimiento. Por lo tanto, en un mercado racional, las opciones estadounidenses cumplirán con las siguientes relaciones básicas de los precios en el tiempo T antes de su vencimiento:

$$C_a = \text{Máx}[S_t - E, 0] \quad (7.4)$$

y

$$P_a = \text{Máx}[E - S_t, 0] \quad (7.5)$$

En palabras, lo que estas ecuaciones explican es que las primas de las opciones de compra y de venta en el tiempo t serán cuando menos tan elevados como el valor del ejercicio inmediato, o **valor intrínseco**, de la opción de compra o de venta. (Hemos suprimido los subíndices t de las primas de las opciones de compra y de venta para simplificar la notación). Dado que el dueño de una opción estadounidense con vencimiento largo la puede ejercer en una fecha cualquiera en la que pueda hacerlo con una de vencimiento más corto que posea en una moneda, o en una

ILUSTRACIÓN 7.9A

Gráfica de una opción de venta 130 en junio de EUR desde la perspectiva del comprador

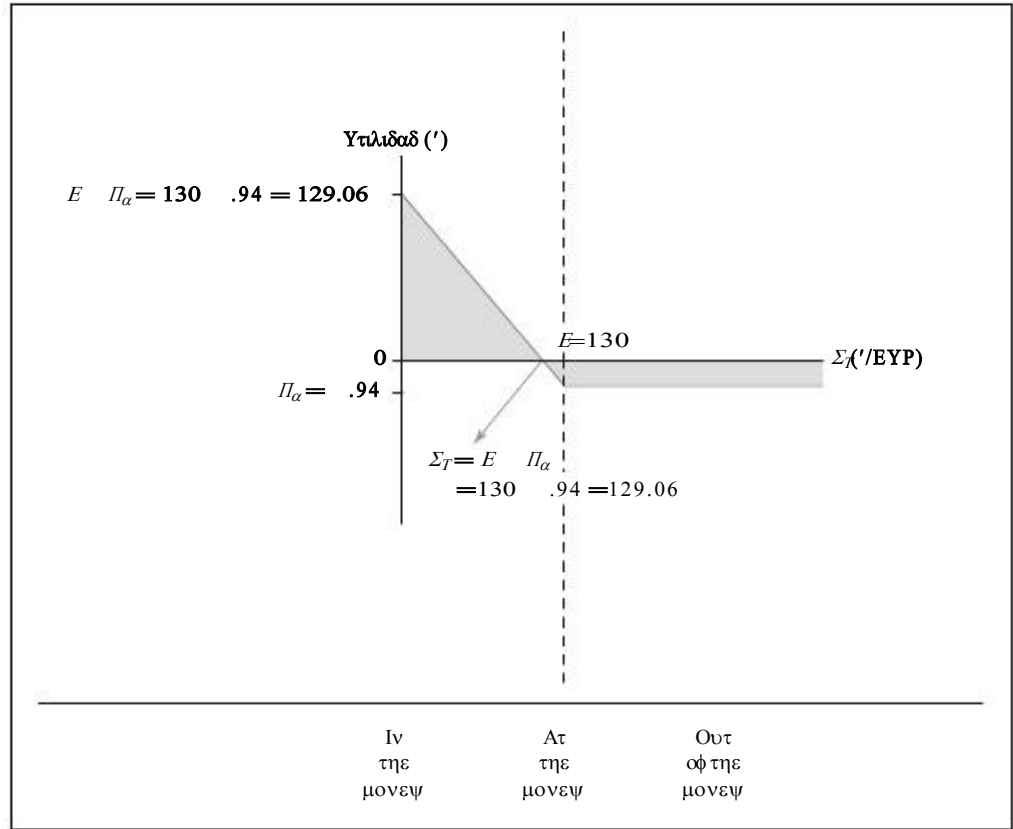


ILUSTRACIÓN 7.9B

Gráfica de una opción de venta 130 en junio de EUR desde la perspectiva del otorgante

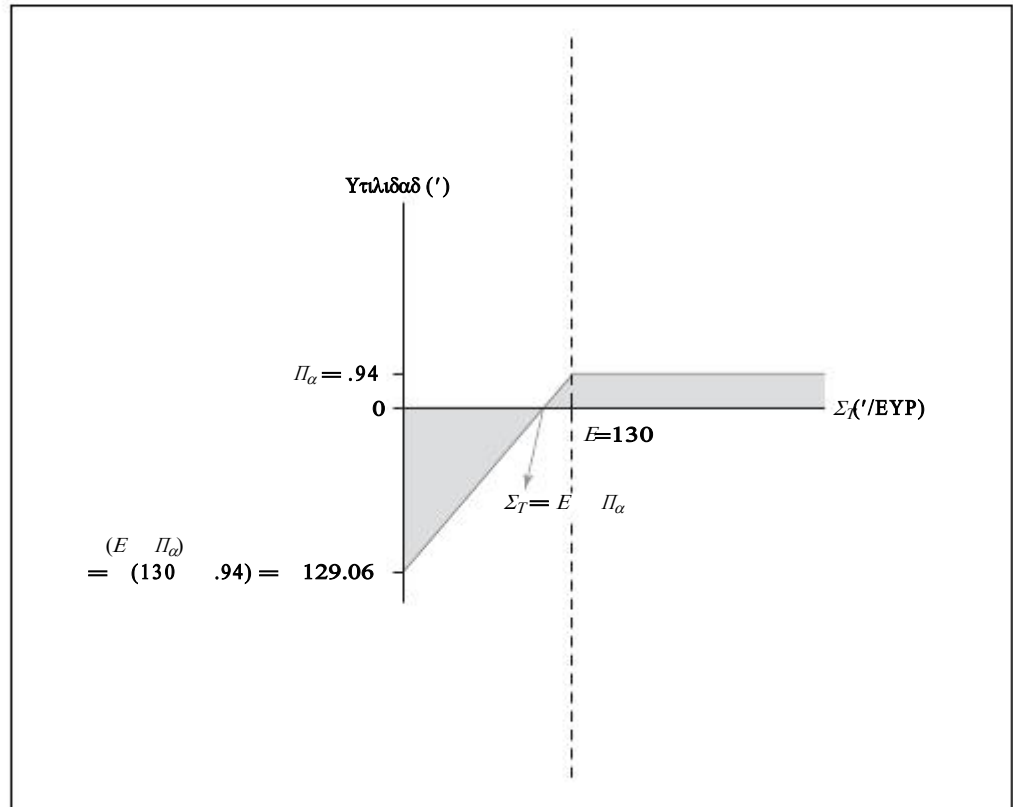
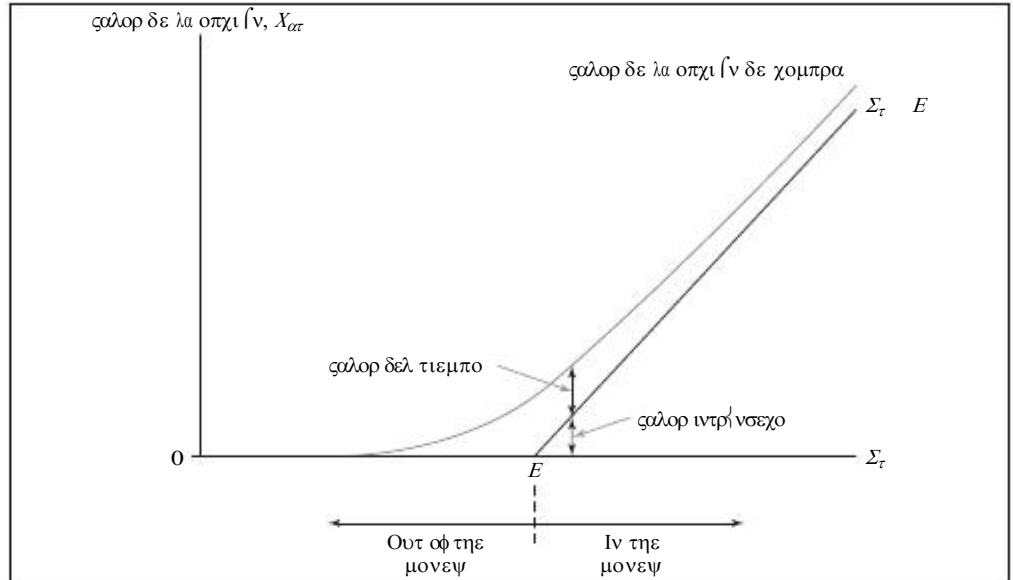


ILUSTRACIÓN 7.10

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



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

Se dice que una opción de compra (de venta) con $S_t > E$ ($E > S_t$) se negocia sobre la par (*in the money*). Si $S_t = E$ la opción se negocia a la par (*at the money*). Si $S_t < E$ ($E < S_t$) la opción de compra (de venta) se negocia bajo la par (*out of the money*). La diferencia entre la prima de la opción y su valor intrínseco es no negativo y, en ocasiones, se conoce como el **valor de tiempo** de la opción. Por ejemplo, el valor de tiempo de una opción de compra estadounidense es $C_a = \text{Máx}[S_t - E, 0]$. Existe un valor de tiempo; es decir los inversionistas están dispuestos a pagar por encima del valor de ejercicio inmediato, porque la opción se puede mover más hacia dentro del dinero y, por lo tanto, adquirir mayor valor a medida que transcurre el tiempo. La ilustración 7.10 contiene una gráfica del valor intrínseco y el valor del tiempo de una opción de venta estadounidense.

EJEMPLO 7.7

Valuación de la fijación de precios de una opción estadounidense. Veamos si las ecuaciones 7.4 y 7.5 de hecho son válidas para la opción de compra estadounidense 130 Jun EUR y la opción de venta estadounidense 130 Jun EUR que vimos antes. En el caso de la opción de compra 130 Jun EUR,

$$4.59 = \text{Máx}[133.39 - 130, 0] + \text{Máx}[3.39, 0] = 3.39.$$

Por lo tanto, la relación del límite inferior para la prima de la opción de compra estadounidense sí se cumple. (El precio spot de 133.39 centavos por EUR se obtiene del inicio de la sección de cotizaciones del EUR de la PHLX). En el caso de la opción de venta 130 Jun EUR,

$$0.94 = \text{Máx}(130 - 133.39, 0) + \text{Máx}[3.39, 0] = 0.$$

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

Relaciones de fijación de precios de las opciones europeas

Los límites de precios para las primas de las opciones europeas de venta y de compra son más complejos, porque sólo se pueden ejercer al vencimiento. Por lo tanto, las expresiones de los límites tienen un elemento de valor del tiempo. La ilustración 7.11 muestra la expresión del límite inferior de una opción de compra europea.

ILUSTRACIÓN 7.11

Ecuación del límite inferior de una opción europea de compra

	Τιεμπο πρεσεντε	ζεινχιμειεντο			
		Σ_T	E	Σ_T	E
<i>Πορταφολιο Α</i>					
Αδθυριρ υν χοντρατο δε οπχι ίν δε χομπρα	X_e	0		Σ_T	E
Πρεσταρ α ζΠ δε E εν Εσταδοσ Υνιδοσ	$\frac{E(1 - \rho_s)}{X_e(1 - \rho_s)}$	$\frac{E}{E}$			$\frac{E}{\Sigma_T}$
<i>Πορταφολιο Β</i>					
Πρεσταρ α ζΠ δε υνα υνιδαδ δε λα μονεδα ι α λα πασα ρ_i	$\Sigma_t(1 - \rho_i)$	Σ_T			Σ_T

La ilustración 7.11 compara los costos y los rendimientos de dos portafolios que podría hacer alguien que invirtiera dólares estadounidenses. El portafolio A implica adquirir una opción de compra europea y prestar (o invertir) un monto equivalente al valor presente del precio de ejercicio, E , a la tasa de interés r_s , que suponemos que corresponde a la duración del periodo de la inversión. El costo de esta inversión es $C_e = E/(1 - r_s)$. Si, a su vencimiento, S_T es inferior o igual a E , la opción de compra no tendrá un valor de ejercicio positivo y el dueño de dicha opción dejará que expire sin valor alguno. Si a su vencimiento, S_T es superior a E , el dueño de la opción de compra sacará provecho de su ejercicio; es decir, el valor de ejercicio será $S_T - E = 0$. El préstamo libre de riesgo cubrirá el monto E independientemente de la situación que se presente en el tiempo T .

En cambio, la persona que invierte en dólares estadounidenses podría invertir en el portafolio B, que consiste en prestar a valor presente de una unidad de la divisa i a la tasa de interés extranjera r_i , que suponemos que corresponde a la duración del periodo de inversión. En términos de dólares estadounidenses, el costo de esta inversión es $S_t/(1 - r_i)$. Independientemente de la situación que exista en el tiempo T , esta inversión pagará una unidad de la divisa, que en términos de dólares estadounidenses tendrá un valor de S_T .

La ilustración 7.1 muestra claramente que si $S_T = E$, los portafolios A y B pagarán la misma cantidad, S_T . No obstante, si $S_T > E$, el portafolio A produce un rendimiento superior al que produce B. En consecuencia, en un mercado racional, el portafolio A tendrá un precio de venta por un monto que sea cuando menos igual al del B, es decir, $C_e = E/(1 - r_s) \geq S_t/(1 - r_i)$. Esto implica que

$$C_e = \text{Máx} \left[\frac{S_t}{1 - r_i}, \frac{E}{1 - r_s}, 0 \right] \quad (7.6)$$

dado que una opción de compra europea nunca se puede vender por una cantidad negativa.

Asimismo, podemos demostrar que la relación de precios del límite inferior de una opción de venta europea es:

$$P_e = \text{Máx} \left[\frac{E}{1 - r_s}, \frac{S_t}{1 - r_i}, 0 \right] \quad (7.7)$$

El lector tendrá que derivar esta fórmula. (Indicio: El portafolio A implica comprar una opción de venta y prestar a spot, por su parte, el portafolio B implica prestar al valor presente del precio de ejercicio.)

Nótese que tanto C_e como P_e sólo son funciones de cinco variables: S_t , E , r_i , r_s , además de que implícitamente, el plazo al vencimiento. Con las ecuaciones 7.6 y 7.7 podemos determinar que, en igualdad de condiciones, la prima de la opción de compra, C_e (prima de la opción de venta, P_e) incrementará:

1. Cuanto mayor (menor) sea S_t ,
2. Cuanto menor (mayor) sea E ,
3. Cuanto menor (mayor) sea r_i ,
4. Cuanto mayor (menor) sea r_s , y
5. Cuanto mayor (menor) sea r_s con relación a r_i .

Implícitamente, tanto r_s como r_i serán mayores, cuanto más larga sea la extensión del periodo de la opción. Cuando r_s y r_i no son por una cantidad muy diferente, una opción europea de compra y de opción europea de venta de divisas aumentarán de precio cuando incrementa el plazo al vencimiento de la opción. No obstante, cuando r_s es mucho mayor que r_i , el precio de la opción europea de compra de divisas incrementará, pero la prima de la opción de venta disminuirá, cuando incrementa el plazo al vencimiento. Cuando r_i es muy superior a r_s ocurre justo lo contrario.

Recuerde que la PTI implica que $F_T = S_0(1 - r_s)/(1 - r_i)$, lo cual a su vez implica que $F_T/(1 - r_s) = S_0/(1 - r_i)$. Por lo tanto, podemos volver a escribir las ecuaciones 7.6 y 7.7 de los precios de la opción de compra europea y de venta de divisas spot, respectivamente como:³

$$\frac{F_T - r_i E}{1 - r_i} = 0 \quad (7.8)$$

y

$$\frac{E - F_T}{1 - r_s} = 0 \quad (7.9)$$

Modelo binomial de fijación de precios de las opciones

Las relaciones de fijación de precios de las opciones analizadas hasta este punto son los límites inferiores de las primas tanto de la opción de compra, como de la de venta, en lugar de la expresión de igualdad exacta de las primas. El modelo binomial de fijación de precios de las opciones nos ofrece una fórmula para determinarlos con exactitud de las opciones estadounidenses de compra o la opción de venta.⁴ Sólo analizaremos un caso simple, de un paso, del modelo del binomio para poder entender mejor la naturaleza de la determinación de precios de las opciones.

Queremos utilizar el modelo binomial para valorar la opción de venta estadounidense PHLX 130 Jun EUR que muestra la ilustración 7.7. Podemos observar, en esta ilustración que la opción se cotiza con una prima de 4.59 centavos. El precio spot actual del EUR en términos estadounidenses es $S_0 = 133.39$ centavos. Nuestra estimación de la volatilidad de la opción (desviación estándar anualizada de la variación del tipo spot) es $\sigma = 9\%$, proporcionada por el Banco de la Reserva Federal de Nueva York, www.ny.frb.org. Esta opción de compra vence en 94 días, el 10 de junio de 2005, o en $T = 94/365 = 0.2575$ años. El modelo del binomio de un paso supone que al término de un periodo de la opción, el EUR se habrá apreciado a $S_{uT} = S_0 \cdot u$ o depreciado a $S_{dT} = S_0 \cdot d$, donde $u = e^{\sigma \sqrt{T}}$ y $d = 1/u$. El tipo spot en T será 139.62 o 127.44 centavos, donde $u = e^{0.09 \cdot \sqrt{0.2575}} = 1.04673$ y $d = 1/u = 0.95536$. A un precio de ejercicio de $E = 130$, la opción sólo será ejercida en el tiempo T si el EUR se aprecia; su valor operativo sería $C_{uT} = 9.62$ o $139.62 - 130$. Si el EUR se deprecia no sería racional ejercer la opción; su valor sería $C_{dT} = 0$.

El modelo binomial de fijación de precio solo requiere que $u = 1 + r_s \cdot d$. La tasa de compra del eurodólar a tres meses es 2.97% . Por lo tanto, $1 + r_s = (1.0297)^T = 1.00756$. Vemos que $1.04673 = 1.00756 \cdot 0.95536$.

El modelo del binomial de fijación de precio de la opción depende de las probabilidades neutrales al riesgo de que aumente o disminuya el valor del activo subyacente. Para nuestros efectos, la probabilidad neutral al riesgo de que el EUR se aprecie se calcula como:

$$q = (F_T - S_0 \cdot d) / (S_0(u - d)).$$

³ Una opción estadounidense se puede ejercer en un tiempo cualquiera de su vigencia. Si para el dueño de la opción no es provechoso ejercerla antes de su vencimiento, puede dejar que se comporte como una opción europea, que sólo se puede ejercer a su vencimiento. De las ecuaciones 7.4 y 7.8 (para las opciones de compra), así como 7.5 y 7.9 (para las opciones de venta) se deriva que la relación más restrictiva del límite inferior de las opciones estadounidenses de compra y de venta, respectivamente.

$$C_a = \text{Máx}[S_t - E, (F - E)/(1 - r_s), 0] \quad \text{y} \quad P_a = \text{Máx}[E - S_t, (E - F)/(1 - r_s), 0]$$

⁴ El modelo binomial de precios de las acciones fue derivado de forma independiente por Sharpe (1978), por Rendleman y Barter (1979), asimismo por Cox, Ross y Rubinstein (1979).

donde F_T es un precio forward (o de futuros) que amplía el periodo de la opción. Utilizaremos el precio de los futuros del EUR a junio que existía el 8 de marzo de 2005, como nuestro cálculo de $F_T(\$/EUR) = \1.3373 . Por lo tanto,

$$q = (133.73 - 127.44)/139.62 = 0.5164.$$

Luego entonces, la probabilidad neutral al riesgo de que el EUR se deprecie es $1 - q = 0.4836$.

Dado que la opción de compra estadounidense se puede ejercer en un tiempo cualquiera, inclusive el tiempo 0, la prima binomial de la opción de compra está determinado por

$$C_0 = \text{Máx} [qC_{uT} + (1 - q)C_{dT}]/(1 + r_s), S_0 - E] \quad (7.10)$$

$$\text{Máx} [0.5164(9.62) + 0.4836(0)]/(1.00756), 133.39 - 130]$$

$$\text{Máx} [4.93, 3.39] = 4.93 \text{ centavos por EUR}$$

Por otra parte, (Si C_{uT} es positiva) el precio de la opción de compra binomial se expresaría como:

$$C_0 = \text{Máx} \{ [F_T \cdot h - E((S_0 \cdot u/E)(h - 1) - 1)]/(1 + r_s), S_0 - E \}, \quad (7.11)$$

donde $h = (C_{uT} - C_{dT})/S_0(u - d)$ es la razón de la cobertura libre de riesgo. La *razón de la cobertura* es el monto de la posición larga (corta) que el inversionista debe tener en el activo subyacente por opción. Incluso, el inversionista debe otorgar (*write*) (comprar (*buy*)) para tener una inversión compensada libre de riesgo, cuyo resultado sea poder recibir el mismo valor final en el tiempo T , independientemente de que aumente o disminuya el valor del activo subyacente. En el caso de las cifras de nuestro ejemplo, observamos que

$$h = (9.62 - 0)/(139.62 - 127.44) = 0.7898.$$

Por lo tanto, la prima de la opción de compra será:

$$C_0 = \text{Máx} \{ [133.73(0.7898) - 130((139.62/130)(0.7898 - 1) - 1)] / (1.00756), 133.39 - 130 \}$$

$$\text{Máx} [4.93, 3.39] = 4.93 \text{ centavos por EUR.}$$

La ecuación 7.11 es más intuitiva que la ecuación 7.10 porque en general tiene la misma forma que la ecuación 7.8. Podemos desarrollar un modelo binomial del precio de una opción *put* de esta misma manera. No obstante, si consideramos nuestro ejemplo, el modelo binomial de fijación del precio de la opción de compra lo que dio por resultado fue un precio demasiado alto en comparación con el precio real de mercado de 4.59 centavos. Esto es lo que cabía esperar con un modelo tan simple y cuando se utiliza un valor tan arbitrario para la volatilidad de la opción. En la sección siguiente, analizaremos un modelo más afinado para determinar el precio de la opción.

Fórmula para determinar el precio de una opción europea

En la sección anterior vimos una versión simple de un paso del modelo binomial para determinar el precio de una opción. Sin embargo, podríamos haber asumido que el precio de la acción seguía un proceso de binomio multiplicativo si hubiéramos subdividido el periodo de la opción en muchos subperiodos. En tal caso, S_T y C_T podrían tener muchos valores diferentes. Cuando el número de subperiodos en los que se subdivide el plazo de una opción es infinito, entonces se obtienen las fórmulas que presentamos en esta sección para determinar el precio de la opción europea de compra y de venta. Las fórmulas exactas para determinar los precios de la opción europeas de compra y la opción de venta son:⁵

$$C_e = S_e e^{-rT} N(d_1) - E e^{-rT} N(d_2) \quad (7.12)$$

y

$$P_e = E e^{-rT} N(-d_2) - S_e e^{-rT} N(-d_1)$$

⁵ El modelo para determinar el precio de la opción europea fue desarrollado por Biger y Hull (1983), Garman y Kohlhagen (1983) y Grabbe (1983). La evolución del modelo tiene su origen en los modelos desarrollados por Merton (1973) y Black (1976) para determinar el precio de las opciones europeas.

Las tasas de interés r_i y r_s son anuales y constantes durante el periodo y hasta el vencimiento T del contrato de opciones. Que se expresa como fracción de un año.

Si invocamos la paridad de las tasas de interés, donde la composición continua F_T $S_t e^{(r_s - r_i)T}$, C_e y P_e de las ecuaciones 7.12 y 7.13, se puede volver a escribir, respectivamente como:

$$C_e = [F_T N(d_1) - EN(d_2)] e^{r_s T} \tag{7.14}$$

y

$$P_e = [EN(d_2) - F_T N(-d_1)] e^{r_s T} \tag{7.15}$$

donde

$$d_1 = \frac{\ln(F_T/E) + .5s^2 T}{s\sqrt{T}}$$

y

$$d_2 = d_1 - s\sqrt{T}$$

$N(d)$ denota el área acumulada debajo de la función estándar de la densidad normal de d a d_1 (o d_2). La variable s es la volatilidad anualizada de la variación del tipo de cambio $\ln(S_{t+1}/S_t)$. Las ecuaciones 7.14 y 7.15 indican que C_e y P_e sólo son funciones de cinco variables: F_T , E , r_s , T y s . Se puede demostrar que tanto C_e como P_e incrementan cuando s aumenta.

El valor $N(d)$ se puede calcular mediante la función NORMSDIST de Excel de Microsoft.

Las ecuaciones 7.14 y 7.15 se utilizan mucho en la práctica, sobre todo en el caso de bancos internacionales cuando negocian opciones sobre el mostrador.

EJEMPLO 7.8

Modelo para determinar el precio de las opciones europeas En un ejemplo para ver cómo se utiliza el modelo para determinar el precio de las opciones europeas, considere la opción de compra estadounidense PHLX 130 Jun EUR que muestra la ilustración 7.7. Utilizaremos el modelo europeo aun cuando la opción de compra es estadounidense. En la práctica, esto ocurre con frecuencia y los precios entre los dos estilos de opción varían muy poco.⁶

La opción tiene una prima de 4.59 centavos de dólar estadounidense por EUR. La opción expirará el 10 de junio de 2005 a 94 días de la fecha de la cotización, o $T = 94/365 = 0.2575$. Utilizaremos el precio de los futuros a junio, con fecha del 8 de marzo de 2005, como nuestra estimación de F_T (\$/EUR)

\$1.3373. El tipo r_s se estima como el tipo anualizado de compra del eurodólar a tres meses de 2.97% en esa misma fecha. La volatilidad estimada es 9.0%, cifra obtenida del sitio del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, www.ny.frg.org.

Los valores d_1 y d_2 son:

$$d_1 = \frac{\ln(133.73/130) + .5(1.09)^2(0.2575)}{1.09\sqrt{0.2575}} = .6422$$

y

$$d_2 = .6422 - 1.09\sqrt{0.2575} = .5965$$

En consecuencia, se puede determinar que $N(0.6422) = 0.7396$ y $N(0.5965) = 0.7246$.

Así, tenemos todo lo necesario para computar el precio del modelo:

$$C_e = [133.73(0.7396) - 130(0.7246)] e^{(0.0297)(0.2575)} = [98.9067 - 94.1980](0.9924)$$

4.67 centavos por EUR frente al precio medio de mercado actual de 4.59 centavos.

Como podemos ver, el modelo ha funcionado bastante bien para valuar la compra de EUR.

⁶ Barone-Adesi y Whaley (1987) han desarrollado un modelo para determinar aproximadamente los precios de opciones estadounidenses de compra que se acercan con bastante precisión en torno a la fijación de precios de las opciones de compra estadounidenses de divisas.

Pruebas empíricas de opciones de divisas

Shastri y Tandon (1985) prueban empíricamente las relaciones del límite estadounidense que hemos desarrollado en este capítulo (ecuaciones 7.4, 7.5, 7.6, 7.7, 7.8 y 7.9) con los datos de las opciones de venta y de compra de la PHLX. Encuentran muchas violaciones de las relaciones del límite, pero llegan a la conclusión de que el hecho de que los datos no son simultáneos podría explicar la mayor parte de las mismas. Bodurtha y Courtadon (1986) prueban las relaciones del límite del ejercicio inmediato (ecuaciones 7.4 y 7.5) de las opciones estadounidenses de venta y de compra de la PHLX. Ellos también encuentran muchas violaciones cuando emplean los últimos datos de las operaciones diarias. No obstante, cuando utilizan datos de precios simultáneos e incorporan los costos de transacción, llegan a la conclusión de que los precios de las opciones estadounidenses de divisas de la PHLX se han determinado con eficiencia.

Shastri y Tandon (1986) también prueban el modelo europeo para determinar el precio de las opciones mediante datos de opciones estadounidenses de compra y de venta de la PHLX. Determinan que alguien que no sea miembro de la PHLX no podría obtener utilidades anormales derivadas de las estrategias de cobertura que estudian. Esto implica que el modelo europeo para determinar el precio de las opciones funciona bien para hacerlo con las opciones de divisas estadounidense. Barone-Adesi y Whaley (1987) también encuentran que el modelo para determinar el precio de las opciones europeas funciona bien para el precio de las opciones de divisas estadounidense que están en o fuera del dinero (*in o out the money*), pero no funciona bien para las opciones de venta y de compra que están dentro del dinero (*in the money*). En el caso de las opciones dentro del dinero produce mejores resultados su modelo aproximado para determinar el precio de las opciones estadounidenses.

RESUMEN

En este capítulo se aborda el tema de los futuros de divisas y las opciones de divisas. Estos instrumentos son útiles para especular y para cubrir los movimientos de los tipos de cambio de las divisas. En capítulos posteriores veremos cómo se emplean estos vehículos con fines de cobertura.

1. Los contratos forward, de futuros y de opciones son productos derivados o valores contingentes. Es decir, su valor es contingente o se deriva del valor del activo que subyace a estos valores.
2. Los contratos de forwards y de futuros son instrumentos similares, pero tienen algunas diferencias. Los dos son contratos para comprar o vender una cantidad cierta de un activo subyacente a un precio específico en el futuro. No obstante, los contratos de futuros son negociados en las bolsas y tienen características estandarizadas que los diferencian de los términos de los contratos de forwards hechos a la medida. Las dos características básicas estandarizadas son el tamaño del contrato y la fecha de vencimiento.
3. Además, los contratos de futuros tienen precios ajustados al mercado todos los días, al nuevo precio de liquidación. Por lo tanto, la cuenta de la depósito de garantía de un individuo que tiene una posición de futuros aumenta o disminuye, lo cual refleja las ganancias o las pérdidas realizadas diariamente en razón de la variación del precio de liquidación de los futuros con relación al precio de liquidación del día anterior.
4. Un mercado de futuros requiere que las personas que especulan y las que se cubren operen efectivamente. Las que se cubren tratan de evitar el riesgo de las variaciones de precio del activo subyacente y las que especulan tratan de obtener utilidades al anticipar la dirección que seguirán las variaciones de precio a futuro.
5. La Chicago Mercantile Exchange y el Board of Trade de Filadelfia son las dos bolsas más grandes de futuros de divisas.
6. La ecuación para determinar precios que se suele emplear para determinar el precio de los futuros de divisas es la relación de la PTI, que también se emplea para determinar contratos de forwards de divisas.
7. Los contratos de futuros de la tasa de interés del eurodólar fueron introducidos como vehículo para cubrir el riesgo de las tasas de interés a corto plazo.

8. Una opción es el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender el activo subyacente a un precio establecido dentro de un periodo establecido. Las opciones de compra proporcionan al dueño el derecho de comprar, las opciones de venta le otorgan el derecho de vender. Las opciones estadounidenses se pueden ejercer en un tiempo cualquiera de su vigencia; las opciones europeas sólo se pueden ejercer a su vencimiento.
9. Las opciones negociadas en bolsa con características estandarizadas sólo son intercambiadas en dos bolsas. Las opciones de divisas spot son intercambiadas en la Bolsa de Valores de Filadelfia y las opciones de futuros de divisas son intercambiadas en la Chicago Mercantile Exchange.
10. Se desarrollaron y estudiaron expresiones básicas de los límites de los precios de las opciones de venta y de compra con datos reales de los precios de las opciones.
11. Asimismo, se presentó y se explicó un modelo para determinar el precio de las opciones europeas de venta y de compra con el empleo de datos reales del mercado.

TÉRMINOS CLAVE

ajustado al mercado, 163	futuros, 163	opción europea, 173
<i>at the money</i> (a la par), 174	<i>in the money</i> (sobre la par), 174	<i>out of the money</i> (bajo la par), 174
cámara de compensación, 165	instrumento derivado, 163	posición corta, 163
cercano, 167	intercambiado en la bolsa, 163	posición larga, 163
cobertura, 164	interés abierto, 167	precio de cierre del trato, 173
comisión, 165	juego de suma cero, 164	precio de ejercicio, 173
convergencia de precios, 170	límite diario del precio, 165	precio de liquidación, 163
depósito de garantía para el mantenimiento, 164	liquidación, 163	prima, 173
depósito inicial de garantía, 163	mes de entrega, 163	reapertura, 165
descubrir el precio, 169	monto del contrato, 163	suscriptor (<i>writer</i>), 173
especulador, 164	opción, 172	valor contingente, 163
estandarizado, 163	opción de compra (<i>call</i>), 173	valor de tiempo, 179
fecha de vencimiento, 163	opción de venta, 173	valor intrínseco, 177
	opción estadounidense, 173	

CUESTIONARIO

1. Explique las diferencias básicas que existen entre el funcionamiento de un mercado de forwards de divisas y un mercado de futuros.
2. A efecto de que el mercado de productos derivados funcione con más eficiencia, se necesitan dos tipos de agentes económicos: los que se cubren y los especuladores. Explique.
3. La mayor parte de las posiciones de futuros ¿por qué se cierran mediante una operación de reapertura y no mediante la entrega?
4. El mercado de futuros de divisas ¿cómo se puede utilizar para descubrir los precios?
5. ¿Cuál es la mayor diferencia de la obligación de una persona que tiene una posición larga en un contrato de futuros (o forwards) en comparación con un contrato de opciones?
6. ¿Qué quiere decir la terminología que explica que una opción está dentro, en o fuera del dinero (*in, at or out the money*)?
7. Haga una lista de los argumentos (variables) que son funciones del precio del modelo de las opciones de venta y de compra de divisas. La prima de una opción de compra y de venta ¿cómo varía respecto a un cambio de estos argumentos?

PROBLEMAS

1. Suponga que el precio de liquidación de hoy para un contrato de futuros CME EUR es \$1.3140/EUR. Usted tiene una posición corta en un contrato. Su cuenta del depósito de garantía actualmente tiene un saldo de 1 700 dólares. Los precios de liquidación para los próximos tres días son \$1.3126, \$1.3133 y \$1.3049. Calcule las variaciones de la cuenta del depósito de garantía debidas al ajuste diario al mercado y el saldo de la cuenta del depósito de garantía después del tercer día.
2. Repita el problema 1, pero bajo el supuesto de que tiene una posición larga en el contrato de futuros.
3. Mediante las cotizaciones de la ilustración 7.3 calcule el valor nominal del interés abierto de un contrato de futuros de francos suizos para junio de 2005.

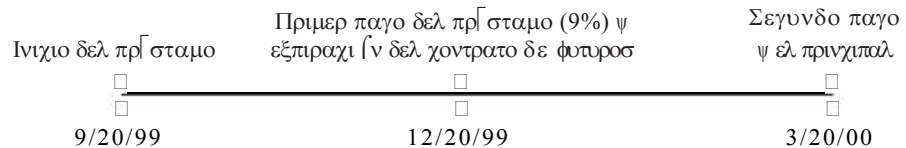


4. Con las cotizaciones de la ilustración 7.3, observe que el contrato de futuros del peso mexicano para junio de 2005 tiene un precio de \$0.08845. Usted cree que el precio spot en junio será \$0.09500. ¿Qué posición especulativa tomaría para tratar de obtener una ganancia de lo que usted piensa? Calcule la utilidad que espera, bajo el supuesto de que toma una posición en tres contratos. ¿Cuánto suma su utilidad (pérdida) si el precio de los futuros de hecho es un predictor sin sesgo del precio spot futuro y si este precio se materializa?
5. Repita el problema 4, pero ahora supone usted que el precio spot para junio de 2005 será \$0.07500.
6. George Johnson piensa contratar un préstamo bancario a tasa flotante, basado en la LIBOR de 100 millones de dólares a seis meses para financiar un proyecto en los términos que muestra la tabla a continuación. Johnson teme que la tasa de la LIBOR pudiera subir para diciembre y quiere utilizar un contrato de futuros del eurodólar para diciembre a efecto de cubrir su riesgo. El contrato expira el 20 de diciembre de 1999, tiene un contrato por un monto de un millón de dólares y un rendimiento de descuento de 7.3 por ciento.

Johnson ignorará las implicaciones de flujo de efectivo de ajustar al mercado, requerimientos iniciales de depósito inicial de desempeño y cualquier diferencia en tiempo entre los flujos de efectivo del contrato de futuros intercambiados en el mercado de valores y el pago de intereses exigible en marzo.

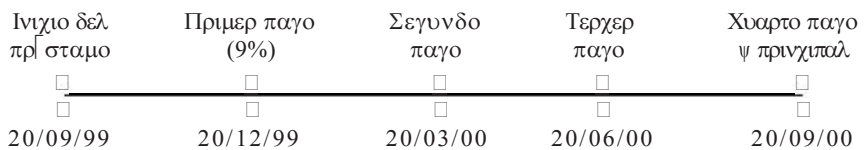
Término de préstamo

20 δε σεπτιεμβρε δε 1999	20 δε διχιεμβρε δε 1999	20 δε μαρζο δε 2000
<ul style="list-style-type: none"> • Τομαρ α πρ σταμο 100 μιλλονεσ δε δ λαρεσ αλ πρεχιο LIBOP δελ 20 δε σεπτιεμβρε 1 200 πυντοσ βασε (πβ) • LIBOP ελ 20 δε σεπτιεμβρε 7% 	<ul style="list-style-type: none"> • Παγαρ ιντερεσεσ δε λοσ πριμεροσ τρεσ μεσεσ • Ρενοπαρ πρ σταμο αλ πρεχιο LIBOP δελ 20 δε διχιεμβρε 200 βπσ 	<ul style="list-style-type: none"> • Ρεμβολσαρ ελ πρινχιπαλ μ<σ ιντερεσεσ



- a) Formule la estrategia de Johnson para pasar del tipo flotante del 20 de septiembre al fijo mediante el contrato de futuros de eurodólares explicado en el texto que antecede. Demuestre que esta estrategia daría por resultado un préstamo a tasa fija, el incremento de la tasa LIBOR fuera de 7.8% el 20 de diciembre, la cual permanece a 7.8% hasta el 20 de marzo. Muestre todos sus cálculos.

Johnson considera la posible alternativa de un préstamo a 12 meses. Este planteamiento dará por resultado dos flujos inciertos de efectivo más, a saber:



- b) Describa el diferencial de cobertura que Johnson podría utilizar y explique cómo cubre el préstamo a 12 meses (especifique la cantidad de contratos). No se necesitan cálculos.

7. Jacob Bower tiene una obligación que:

- el 30 de junio de 1998 tiene un saldo de principal de 100 millones de dólares
- devenga intereses trimestralmente a partir del 30 de junio de 1998
- paga intereses trimestralmente
- tiene vencimiento a un año y
- calcula los intereses vencidos con base en la LIBOR a 90 días (Tasa Interbancaria ofrecida en Londres).



Brower desea cubrir el resto de sus pagos de intereses contra variaciones en las tasas de interés. Ha calculado correctamente que tiene que vender (en corto) 300 contratos de futuros de eurodólar para cubrirse. Considera las distintas estrategias de cobertura que presenta la tabla siguiente:

Posición inicial (30/06/98) en contratos de eurodólar LIBOR a 90 días

Μεσ δελ χοντρατο	Εστρατηγια Α (χοντρατος)	Εστρατηγια Β (χοντρατος)
Σεπτιεμβρε δε 1998	300	100
Διχτιεμβρε δε 1998	0	100
Μαρζο δε 1999	0	100

- a) Expliqué por qué la estrategia B es una cobertura más efectiva que la estrategia A cuando la curva del rendimiento registra una oscilación instantánea que no es paralela.
- b) Explique un escenario de tasas de interés en el cual la estrategia A sería superior a la estrategia B.
8. Utilice las cotizaciones de la ilustración 7.7 para calcular el valor intrínseco y el valor de tiempo de las opciones de venta y compra estadounidenses por yenes japoneses de septiembre de 1997.
9. Suponga que el tipo spot del franco suizo es \$0.7000 y que el tipo forward a seis meses es \$0.6950. ¿A que precio mínimo se debería vender una opción estadounidense de compra a seis meses con un precio de ejercicio de cierre del trato de \$0.6800 en un mercado racional? Asuma que la tasa anualizada a seis meses del eurodólar es de 3½%.
10. Repita el problema 9 pero con una opción estadounidense de venta en lugar de compra.
11. Utilice los modelos para determinar el precio de opciones europeas desarrollado en este capítulo para valorar la opción de compra del problema 9 y la de venta del problema 10. Suponga que la volatilidad anualizada del franco suizo es 14.2%. Puede resolver este problema mediante la hoja de cálculo FXOPM.xls.
12. Utilice el modelo binomial para fijar el precio de las opciones desarrollado en este capítulo para valorar la opción de compra del problema 9. La volatilidad del franco suizo es 14.2 por ciento.



EJERCICIOS DE INTERNET



1. Puede encontrar los datos de los futuros de divisas en el sitio web de la Chicago Mercantile Exchange, www.cme.com. Vaya a la sección “Datos del mercado” del sito para determinar cuál es la moneda que registra mayor volumen de operaciones hoy en día. Seleccione en el nombre de la divisa para determinar en cuál expiración del contrato se realiza el mayor volumen de operaciones ¿Se trata de un contrato de corto plazo o de un contrato con entrega diferida?

MINICASO

La especulación con opciones

Υν εσπεχυλαδορ πιενσα αδθυιριρ οπχιονεσ δε χομπρα δε ψνεσ φαπνονεσεσ α τρεσ μεσεσ, χον υν πρεχιο δε εφερχιχιο αλ χιερρε δελ τρατο δε 96 χενταποσ πορ 100 ψνεσ. Λα πριμα εσ δε 1.35 χενταποσ πορ 100 ψνεσ. Ελ πρεχιο σποτ εσ δε 95.28 χενταποσ πορ 100 ψνεσ ψ λα τασα φορωαρδ α 90 δίασ εσ δε 95.71 χενταποσ. Ελ εσπεχυλαδορ πιενσα θυε ελ ψεν σε απρεχιαρ α 1.00 δίαρ πορ 100 ψνεσ εν λοσ πρ ίξιμοσ τρεσ μεσεσ. Υστεδ εσ αιμυδαντε δελ εσπεχυλαδορ ψ λε ηαν πεδιδο θυε πρεπαρε:

1. Υνα γρ(φ)ιχα δελ χαλενδαριο δελ φλυφο δε εφεχτιπο δε λα οπχι ίν δε χομπρα.
2. Δετερμινε λα υτιλιδαδ δελ εσπεχυλαδορ σι ελ ψεν σε απρεχια α $\exists 1.00/100$ ψνεσ.
3. Δετερμινε λα υτιλιδαδ δελ εσπεχυλαδορ σι ελ ψεν σ ίλο σε απρεχια αλ τιπο φορωαρδ.
4. Δετερμινε ελ πρεχιο σποτ φυτυρο δο νδε ελ εσπεχυλαδορ ταν σ ίλο σαλδρ(α) μαينو.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Barone-Adesi, Giovanni y Robert Whaley, "Efficient analytic approximation of American option values", *Journal of Finance*, núm. 42, 1987, pp. 301-320.
- Biger, Nahum y John Hull, "The valuation of currency options", *Financial Management*, núm. 12, 1983, pp. 24-28.
- Black, Fischer, "The pricing of commodity contracts", *Journal of Financial Economics*, núm. 3, 1976, pp. 167-179.
- Black, Fisher y Myron Scholes, "The pricing of options and corporate liabilities", *Journal of Political Economy*, núm. 81, 1973, pp. 637-654.
- Bodurtha, James, Jr. y George Courtadon, "Efficiency tests of the foreign currency options market", *Journal of Finance*, núm. 41, 1986, pp. 151-162.
- Cox, John C., Jonathan E. Ingersoll y Stephen A. Ross, "The relation between forward prices and futures prices", *Journal of Financial Economics*, núm. 9, 1981, pp. 321-346.
- Cox, John C., Stephen A. Ross y Mark Rubinstein, "Option pricing: a simplified approach", *Journal of Financial Economics*, núm. 7, pp. 229-63
- Garman Mark y Steven Kohlhagen, "Foreign currency option values", *Journal of International Money and Finance*, núm. 2, 1983, pp. 231-238.
- Grabbe, J. Orlin, "The pricing of call and put options on foreign exchange", *Journal of International Money and Finance*, núm. 2, 1983, pp. 239-254.
- *International Financial Markets*, 3a. ed., Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 1996.
- Merton, Robert, "Theory of rational option pricing", *The Bell Journal of Economics and Management Science*, núm. 4, 1973, pp. 141-183.
- Rendleman, Richard J., Jr. y Brit JU. Bartter, "Two-state option pricing", *Journal of Finance*, núm. 34, 1979, pp. 1093-1110.
- Sharpe, William F., *Investments*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1978, cap. 14.
- Shastri, Kaldeep y Kisore Tandon, "Arbitrage tests of the efficiency of the foreign currency options market", *Journal of International Money and Finance*, núm. 4, 1985, pp. 455-468.
- "Valuation of foreign currency options: some empirical tests", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, núm. 21, 1986, pp. 145-160.

TERCERA PARTE

ESQUEMA
DE LA SECCION

- 8 Administración de la exposición de las transacciones
- 9 Administración de la exposición económica
- 10 Administración de la exposición por conversión

Exposición de las divisas y su administración

La TERCERA PARTE consta de tres capítulos, que abarcan, respectivamente, los temas de la administración de la exposición económica, de las transacciones y de la conversión.

El CAPÍTULO 8 cubre la administración de la exposición de las transacciones que surge de las obligaciones contractuales denominadas en una divisa extranjera. Se comparan y contrastan varios métodos para cubrir esta exposición. El capítulo también incluye una explicación de por qué una compañía multinacional (CMN) se debe cubrir, tema polémico en opinión de muchos académicos y practicantes.

El CAPÍTULO 9 cubre la exposición económica; es decir, la medida en que el valor de una empresa se verá afectado por fluctuaciones inesperadas en los tipos de cambio. El capítulo presenta una forma de medir la exposición económica, explica sus determinantes e incluye métodos para administrar y cubrir la exposición económica.

El CAPÍTULO 10 cubre la exposición de la conversión o, como se llama en ocasiones, la exposición contable. La exposición de conversión se refiere al efecto que las fluctuaciones de los tipos de cambio tendrán en los estados financieros consolidados de una CMN. El capítulo explica, compara y contrasta los diversos métodos para convertir los estados financieros denominados en divisas extranjeras e incluye una explicación de cómo administrar la exposición de la conversión mediante el ajuste de fondos, así como las ventajas y las desventajas de utilizar un balance general y las coberturas con derivados.

8

Administración de la exposición de las transacciones

Tres tipos de exposición**Cobertura en el mercado de forwards****Cobertura en el mercado de dinero****Cobertura en el mercado de opciones****Cómo cubrir montos pagaderos en otras divisas**

Contratos de forwards

Instrumentos del mercado de dinero

Contratos de opciones de divisas

Cobertura cruzada de la exposición de divisas menores**Cómo cubrir la exposición contingente****Cómo cubrir la exposición recurrente con contratos de swaps****Cobertura mediante divisas de la factura****Cobertura con aceleración y demora de los pagos****Compensación de exposiciones****¿La empresa se debe cubrir?****¿Qué tipos de productos utilizan las empresas para administrar el riesgo?****Resumen****Términos clave****Cuestionario****Problemas****Ejercicios de internet****MINICASO:** la exposición de dólares de Airbus**APLICACIÓN DE UN CASO:** Chase Options, Inc.**Bibliografía y lecturas recomendadas**

A MEDIDA QUE LA esencia de las empresas se internacionaliza, muchas de ellas quedan expuestas al riesgo de las fluctuaciones de los tipos de cambio. Estas fluctuaciones pueden afectar la liquidación de contratos, los flujos de caja y la valuación de la empresa. Por ello, es importante que los administradores financieros conozcan la exposición cambiaria de la empresa y que la administren debidamente. Al hacerlo, los administradores podrán estabilizar los flujos de caja de la empresa y mejorar el valor de ésta.

Tres tipos de exposición

Antes de abordar la importante cuestión de cómo administrar la exposición de la transacción, veamos brevemente tres tipos de exposición. Lo acostumbrado es clasificar la exposición de los cambios en tres categorías:

- Exposición de transacción
- Exposición económica
- Exposición de conversión

La **exposición de transacción**, tema que trataremos en este capítulo, se define como la sensibilidad que los valores de la moneda nacional “realizados” de los flujos de efectivo de los contratos de la empresa, *denominados* en divisas extranjeras, tienen ante fluctuaciones inesperadas en los tipos de cambio. Dado que la liquidación de estos flujos de efectivo de los contratos afecta los flujos de efectivo en la moneda nacional de la empresa; la exposición de transacción a veces es considerada una exposición económica a corto plazo. La exposición de transacción surge de los contratos con precios fijos, en un mundo donde los tipos de cambio fluctúan de forma aleatoria.

La **exposición económica**, tema que explicaremos en el capítulo 9, se define como la medida en que el valor de la empresa se vería afectado por fluctuaciones inesperadas en los tipos de

www.stern.nyu.edu/~igiddy/fxrisk.htm

Presenta un resumen general de cuestiones relativas a la administración del riesgo cambiario.

cambio. Toda fluctuación esperada en los tipos de cambio ya estará descontada y reflejada en el valor de la empresa. Como veremos más adelante, las fluctuaciones de los tipos de cambio pueden tener un efecto profundo en la posición competitiva de la compañía dentro del mercado mundial y, por lo tanto, en sus flujos de efectivo y su valor de mercado.

Por otra parte, la **exposición de conversión**, que analizaremos en el capítulo 10, se refiere a la posibilidad de que los estados financieros consolidados de la compañía se vean afectados por las fluctuaciones de los tipos de cambio. La consolidación implica que los estados financieros de las filiales se convertirán de las monedas locales a la moneda nacional. Piense en una empresa multinacional estadounidense que tiene subsidiarias en el Reino Unido y en Japón. Cada una de ellas producirá estados financieros en la moneda local. Para consolidar los de todo el mundo, la empresa debe convertirlos al dólar estadounidense —en este caso la moneda nacional—, ya que se presentan en las monedas locales de las subsidiarias. Como veremos más adelante, esta conversión entraña muchas cuestiones polémicas. Las pérdidas y ganancias resultantes de la conversión representan el intento del sistema contable por medir la exposición económica *ex post*. Ello no proporciona una buena medición de la exposición económica *ex ante*. En lo que resta del presente capítulo, hablaremos de cómo administrar la exposición de transacciones.

Como dijimos antes, la compañía está sujeta a la exposición de las transacciones cuando afronta flujos de efectivo provenientes de *contratos* fijados en otras divisas. Suponga que una empresa estadounidense vendiera sus productos a un cliente alemán con un crédito a tres meses y que facturara un millón de euros. Cuando la compañía estadounidense reciba el millón de euros dentro de tres meses, tendrá que convertir (a no ser que se cubra) los euros a dólares al tipo de cambio spot que exista en la fecha de vencimiento, el cual no se puede conocer por adelantado. Así, no sabrá la cantidad de dólares que recibirá de esta venta al exterior; es decir, si el euro se apreciara (depreciara) frente al dólar, los dólares cobrados serán más (menos). Esta situación implica que si la compañía no hace nada respecto al riesgo, de hecho especulará sobre el curso que seguirá el tipo de cambio a futuro.

En otro ejemplo de exposición de transacción, piense en una empresa japonesa que celebra un contrato de préstamo por 100 millones de francos suizos con un banco suizo, el cual requiere el pago del principal más intereses dentro de un año. En la medida que el tipo de cambio del yen/franco suizo sea incierto, la empresa japonesa no sabrá cuántos yenes necesitará para comprar 100 millones de FS a precio spot dentro de un año. Si el yen se aprecia (deprecia) frente al franco suizo, necesitará menos (más) yenes para liquidar el préstamo denominado en FS.

Estos ejemplos sugieren que siempre que una empresa tenga cuentas por cobrar o por pagar denominadas en divisas extranjeras estará sujeta a la exposición de transacción y que es probable que la liquidación de éstas afecte la posición del flujo de efectivo de la compañía. Es más, en la actualidad, dado el hecho de que las empresas celebran contratos comerciales y financieros denominados en monedas extranjeras con mayor frecuencia, ahora una administración prudente de la exposición de transacciones es una función importante en las finanzas internacionales. A diferencia de la exposición económica, la exposición de transacciones es bien definida: la magnitud de este tipo de exposición es igual al monto de las divisas extranjeras por cobrar o por pagar. Por lo tanto, en este capítulo se expone sobre distintas formas de cubrir la exposición de transacciones mediante distintos contratos financieros y *técnicas de operación*:

Contratos financieros

- Cobertura en el mercado de forwards.
- Cobertura en el mercado de dinero.
- Cobertura en el mercado de opciones.
- Cobertura en el mercado de swaps.

Técnicas de operación

- Elección de la moneda de la factura.
- Estrategia de aceleración/demora.
- Compensación de las exposiciones.

Sin embargo, antes de que pasemos a explicar cómo se administra la exposición de transacciones, es conveniente referirnos a una situación comercial particular que fue con la que se originó la exposición. Suponga que Boeing Corporation exportó un Boeing 747 a British Airways, facturó 10 millones de libras pagaderas en un año. Las tasas de interés y los tipos de cambio en el mercado de dinero son:

Tasa de interés en Estados Unidos:	6.10% anual.
Tasa de interés en el Reino Unido:	9.00% anual.
Tipo de cambio spot:	\$1.50/£.
Tipo de cambio forward:	\$1.46/£ (vencimiento a un año).

Ahora analicemos distintas técnicas para administrar la exposición de transacción.

Cobertura en el mercado de forwards

El camino más directo, y tal vez el más popular, para cubrir la exposición de la transacción es mediante contratos de forwards de divisas. En términos generales, la empresa puede vender (comprar) las divisas que recibirá (pagará) anticipadamente para eliminar la exposición al riesgo cambiario. En el ejemplo anterior, a efecto de cubrir su exposición a los cambios, Boeing simplemente puede vender de forma anticipada las libras que recibirá, 10 millones de libras que serán entregadas dentro de un año, a cambio de una cantidad determinada de dólares de Estados Unidos. En la fecha de vencimiento del contrato, Boeing tendrá que entregar 10 millones de libras al banco, que es la contraparte del contrato y, a cambio, aceptará la entrega de 14.6 millones de dólares (\$1.46 × 10 millones), independientemente del tipo de cambio spot que exista en la fecha del vencimiento. Por supuesto que Boeing utilizará los 10 millones de libras que recibirá de British Airways para cumplir con el contrato de forwards. Dado que la cantidad de libras que recibirá Boeing queda justo compensada con las libras pagaderas (creadas por el contrato de forwards), la exposición de libras neta de la compañía será nula.

Puesto que Boeing tiene garantizado que recibirá una cantidad específica de dólares (\$14.6 millones) de su contraparte en el contrato de forwards, el producto en dólares de su venta británica no se verá afectado en absoluto por las fluctuaciones futuras del tipo de cambio. La ilustración 8.1 muestra esta situación. A partir de que Boeing celebre el contrato de forwards, la incertidumbre del tipo de cambio será irrelevante para Boeing. La ilustración 8.1 presenta cómo el producto de la venta en dólares se verá afectado por el tipo de cambio spot futuro cuando no se ha cubierto la exposición cambiaria. La ilustración muestra que el producto

ILUSTRACIÓN 8.1

Producto en dólares de la venta británica: cobertura con forwards frente a posición al descubierto

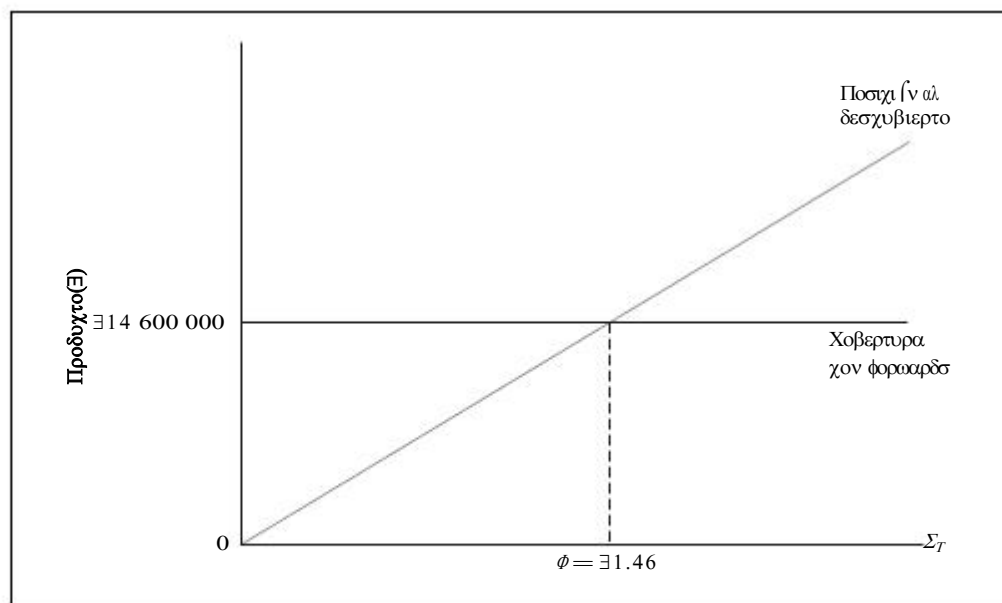


ILUSTRACIÓN 8.2

Pérdidas/ganancias de una cobertura con forwards

Τιπο δε χαμβιο σποτ εν λα φεχη δε πενχιμιεντο (S_T)	Εντραδασ δε λα πεντα βριτ(νιχα		
	Ποσιχι Γν αλ δεσχυβιερτο	Χοβερτυρα χον φορααρδσ	ΠΓ ροδιδασ/γανανχιασ χον λα χοβερτυρα ^β
Ξ1.30	Ξ13 000 000	Ξ14 600 000	Ξ1 600 000
Ξ1.40	Ξ14 000 000	Ξ14 600 000	Ξ 600 000
Ξ1.46 ^α	Ξ14 600 000	Ξ14 600 000	0
Ξ1.50	Ξ15 000 000	Ξ14 600 000	Ξ 400 000
Ξ1.60	Ξ16 000 000	Ξ14 600 000	Ξ1 400 000

^α Ελ τιπο δε χαμβιο φορααρδσ (ϕ) εσ Ξ1.46/£ εν εστε εφεμπλο.

^β Λασ Π ροδιδασ/γανανχιασ σον χαλχυλαδασ χομο εντραδασ χον λα χοβερτυρα δε φορααρδσ μενοσ λασ εντραδασ εν λα ποσιχι Γν εν δεσχυβιερτο δε λοσ διπερσοσ τιποσ δε χαμβιο σποτ εν λα φεχη δε πενχιμιεντο.

en dólares, con la cobertura de forwards, será por una cantidad superior que en el caso de una posición no cubierta si el tipo de cambio spot a futuro resultara inferior al tipo forward; es decir, $F = \$1.46/\text{£}$ y ocurriría lo contrario si el tipo spot a futuro fuera más elevado que el tipo forward. En este segundo caso, Boeing dejara pasar la oportunidad de beneficiarse de una libra fuerte.

Suponga que en la fecha de vencimiento del contrato de futuros, el tipo spot resultara $\$1.40/\text{£}$, cifra inferior al tipo forward de $\$1.46/\text{£}$. En este caso, Boeing habría recibido 14.0 millones de dólares, en lugar de 14.6 millones, si no hubiera celebrado el contrato de forwards. Así, cabe mencionar que Boeing ganó 0.6 millones de dólares por la cobertura con forwards. Sobra decir que Boeing no siempre ganará de esta manera. Si el tipo spot es, por decir, $\$1.50/\text{£}$ en la fecha de vencimiento, entonces Boeing habría recibido 15.0 millones de dólares si permanecía al descubierto. De esta manera, podemos decir *ex post* que el costo de la cobertura de forwards de Boeing fue de 0.40 millones de dólares.

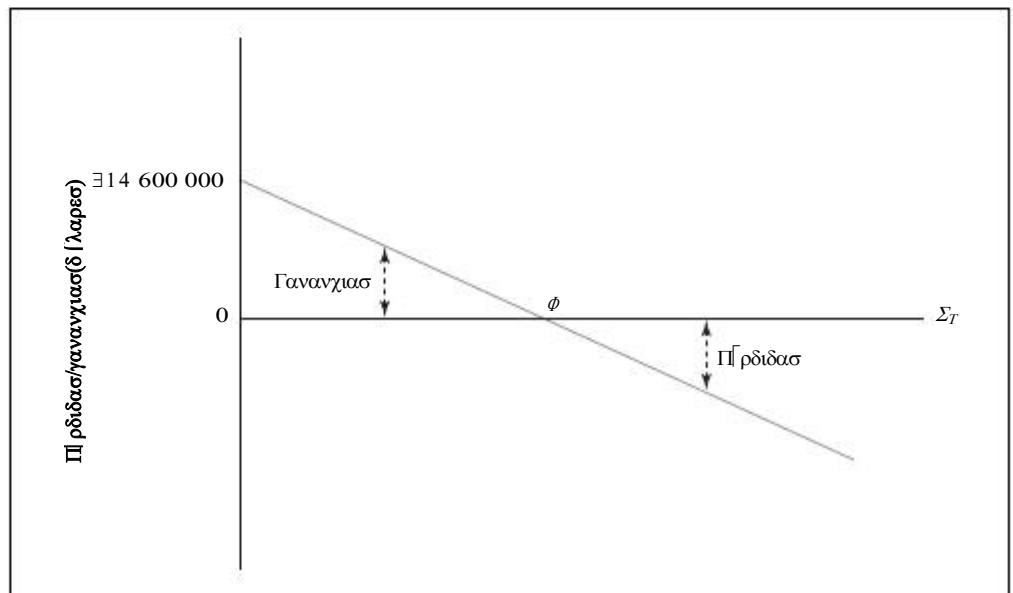
Las pérdidas y ganancias de la cobertura con forwards se pueden presentar como en las ilustraciones 8.2 y 8.3. Las pérdidas/ganancias se computan así:

$$\text{Ganancia} = (F - S_T) \quad \text{£10 millones} \quad (8.1)$$

Es evidente que las ganancias serán positivas siempre y cuando el tipo de cambio a futuro sea superior al tipo spot en la fecha de vencimiento; es decir, $F > S_T$, y las ganancias serán negativas (es decir, habrá pérdidas) si ocurre lo contrario. Como muestra la ilustración 8.3, la empresa en teoría puede ganar hasta 14.6 millones de dólares si la libra pierde todo su valor cosa que, por supuesto, es poco probable, mientras que las posibles pérdidas no tienen límite.

ILUSTRACIÓN 8.3

Gráfica de las pérdidas y ganancias con una cobertura de forwards.



Sin embargo, es importante señalar que el análisis anterior es de índole *ex post* y que nadie puede saber con certeza cuál será el tipo spot futuro de antemano. La compañía debe decidir *ex ante* si se cubre o no. Para ayudar a la empresa a decidirlo, es conveniente analizar los tres escenarios alternativos siguientes:

1. $\bar{S}_T H F$
2. $\bar{S}_T \quad F$
3. $S_T \quad F$

Donde \bar{S}_T denota el tipo de cambio spot que espera la compañía en la fecha de vencimiento.

En el primer escenario, donde el tipo de cambio spot futuro que espera la empresa, \bar{S}_T , es prácticamente igual al tipo forward, F , las pérdidas o ganancias “esperadas” son más o menos nulas. Sin embargo, la cobertura con forwards descarta la exposición cambiaria. Es decir, la empresa puede eliminar la exposición de los cambios sin sacrificar parte alguna del producto en dólares que espera recibir de la venta al exterior. Con este escenario, la empresa propendería a cubrirse siempre y cuando tuviera aversión al riesgo. Observe que este escenario resulta válido cuando el tipo de cambio forward es un pronosticador no sesgado del tipo spot futuro.¹

Con el segundo escenario, donde el tipo de cambio spot futuro que espera la empresa es inferior al tipo forward, ésta espera obtener una ganancia positiva de la cobertura con forwards. Dado que la compañía espera que el producto en dólares incremente, mientras que elimina la exposición cambiaria, propendería incluso más a cubrirse en este escenario que en el primero. No obstante, el segundo escenario implica que la gerencia de la compañía no coincide con el pronóstico del consenso del mercado en cuanto el tipo de cambio spot futuro, como lo refleja el tipo forward.

En el tercer escenario, por otra parte, donde el tipo de cambio spot futuro que espera la empresa es superior al tipo forward, ésta puede eliminar la exposición de los cambios por medio de un contrato de futuros sólo al costo de que disminuya el producto en dólares que espera de la venta al exterior. Así, en igualdad de condiciones, la empresa propendería menos a cubrirse en este escenario. No obstante, a pesar de que espera recibir menos dólares, la compañía podría acabar cubriéndose. El caso de que la empresa se cubra o no de hecho dependerá de su grado de aversión al riesgo; cuanto mayor sea su aversión al riesgo, tantas más probabilidades habrá de que se cubra. Desde la perspectiva de una empresa que se cubre, la reducción del producto en dólares que espera recibir se puede ver, implícitamente, como si pagara la “prima de un seguro” para evitar el peligro del riesgo de los cambios.

La compañía puede emplear un contrato de futuros de divisas, en lugar de uno de forwards, para cubrirse. No obstante, un contrato de futuros no es tan conveniente como un contrato de forwards para cubrirse por dos razones. En primer término, a diferencia de los contratos de forwards, que son hechos a la medida de las necesidades específicas de la empresa, los contratos de futuros son instrumentos estandarizados por cuanto se refiere al monto del contrato, la fecha de entrega, etc. Por lo tanto, en la mayor parte de los casos la compañía sólo se puede cubrir aproximadamente. En segundo término, debido a la propiedad del ajuste al mercado, existen flujos de efectivo intermedios antes de la fecha de vencimiento del contrato de futuros que tal vez deban ser invertidos a tasas de interés inciertas. Por lo tanto, una cobertura exacta también sería difícil en este caso.

Cobertura en el mercado de dinero

La exposición de transacciones también se puede cubrir al prestar dinero y a su vez tomarlo a préstamo en los mercados de dinero, nacional y exterior. En términos generales, la empresa

¹ Como explicamos en el capítulo 6, el tipo de cambio forward será un pronosticador no sesgado del tipo spot futuro, si el mercado de divisas tiene información eficiente y si la prima del riesgo no es significativa. La evidencia empírica indica que la prima del riesgo, cuando existe, suele no ser muy significativa. A no ser que la compañía tenga información privada que no se refleje en el tipo forward, no tendría razón para estar en desacuerdo con el tipo forward.

ILUSTRACIÓN 8.4**Análisis del flujo de efectivo de una cobertura en el mercado de dinero**

Τρανσαχχι γν	Φλυφο δε εφεχτιωο αχκαλ	Φλυφο δε εφεχτιωο αλ πενχμιεντο
1. Τομαρ λιβρασ α πρ ^Γ σταμο	≤ 9 174 312	≤10 000 000
2. Χομπραρ δ ^Γ λαρεσ σποτ χον λιβρασ	≡13 761 468 ≤ 9 174 312	
3. Ινπερτιρ εν Εσταδοσ Υνιδοσ	≡13 761 468	≡14 600 918
4. Ρεχιβιρ λιβρασ πορ χοβραρ Φλυφο δε εφεχτιωο νετο		≤10 000 000 ≡14 600 918
	0	

puede tomar a préstamo (prestar) dinero en una divisa extranjera para cubrir sus cuentas por cobrar (pagar) en divisas extranjeras, para confrontar así sus activos y pasivos en la misma moneda. De nueva cuenta, en el ejemplo anterior,

Boeing puede eliminar la exposición cambiaria que surge de su venta británica, si primero toma a préstamo libras, después convierte el producto del préstamo a dólares y, a continuación, los invierte a la tasa de interés del dólar. En la fecha de vencimiento del dólar, Boeing utilizará las libras por cobrar para liquidar el préstamo de libras. Si Boeing toma en préstamo una cantidad determinada de libras, de modo que el valor al vencimiento de este préstamo llegara a ser exactamente igual a la cantidad de las libras por cobrar de la venta británica, la exposición de libras netas de Boeing queda reducida a cero, y Boeing recibirá el valor futuro al vencimiento de su inversión en dólares.

El primer paso importante para cubrirse en el mercado de dinero es determinar el monto de libras que se tomará en préstamo. Cuando el valor al vencimiento del crédito debe ser igual a las libras por cobrar, entonces el monto que se tomará a préstamo se puede calcular a valor presente descontado de las libras por cobrar; es decir, $\text{£}10 \text{ millones}/(1.09) = \text{£}9 174 312$. Si Boeing toma a préstamo 9 174 312 de libras, tendrá que reembolsar 10 millones de libras dentro de un año, cantidad equivalente a sus libras por cobrar. Este procedimiento paso a paso de la cobertura en el mercado de dinero se puede ilustrar así:

Paso 1: tomar a préstamo 9 174 312 en el Reino Unido.

Paso 2: convertir 9 174 312 libras a 13 761 468 dólares al tipo de cambio spot actual de \$1.50/£.

Paso 3: invertir 13 761 468 en Estados Unidos.

Paso 4: cobrar 10 millones de libras a British Airways y utilizarlos para rembolsar el préstamo de libras.

Paso 5: recibir el valor al vencimiento de la inversión de dólares; es decir, \$14 600 918 \$13 761 468 (1.061) que están garantizados por el producto de la venta británica.

La ilustración 8.4 presenta un claro análisis del flujo de efectivo de una cobertura en el mercado de dinero. En la tabla se muestra que el flujo de efectivo neto es cero al inicio, lo cual implica que, aparte de los posibles costos de transacción, la cobertura en el mercado de dinero se financia sola en su totalidad. En la tabla también se muestra con claridad que los 10 millones por cobrar quedan justamente compensados por los 10 millones por pagar (creados por el préstamo), lo cual deja un flujo de efectivo neto de \$14 600 918 en la fecha de vencimiento.²

El valor al vencimiento de la inversión en dólares de la cobertura en el mercado de dinero resulta ser prácticamente idéntica a los rendimientos en dólares de la cobertura con forwards. Este resultado no es coincidencia. Por el contrario, se debe al hecho de que la condición de la paridad de las tasas de interés (PTI) es más o menos válida en nuestro ejemplo. Si la PTI no se cumpliera, los rendimientos en dólares de la cobertura en el mercado de dinero no serían iguales a los de la cobertura con forwards. De esta forma, un método de cobertura dominará al

² En el caso de que una empresa tenga una cuenta por pagar denominada en libras, la cobertura en el mercado de dinero requiere tomar un préstamo en dólares, comprar libras a precio spot e invertirlas a la tasa de interés de la libra.

otro. Sin embargo, en un mercado financiero mundial competitivo y eficiente es poco probable que persista una desviación de la PTI.

Cobertura en el mercado de opciones

Una posible falla de las coberturas en el mercado de forwards y en el de dinero es que estos métodos eliminan enteramente la exposición cambiaria. Así, la compañía debe dejar pasar la oportunidad de beneficiarse de los tipos de cambio favorables. Para elaborar este punto, supongamos que el tipo de cambio spot resulta ser de 1.60 dólares por libra en la fecha de vencimiento del contrato de forwards. En este caso, la cobertura con forwards costaría a la empresa 1.4 millones de dólares en razón de los dólares que deja de recibir (véase la ilustración 8.2). Si Boeing hubiera celebrado un contrato de forwards, lamentaría su decisión de haberlo hecho. Con sus libras por cobrar, en un plano ideal, Boeing se querría proteger sólo si la libra se debilitara; mientras que, conservaría la posibilidad de beneficiarse, si la libra se fortalece. Las opciones de divisas proporcionan esta cobertura “optativa” *flexible* contra el riesgo de los cambios. En términos generales, la empresa puede adquirir una opción de compra de divisas para cubrir sus cuentas por pagar (cobrar) en una moneda extranjera.

Para mostrar cómo funciona la cobertura con opciones, suponga que Boeing comprara, en el mercado de mostrador, una opción venta (*put*) por 10 millones de libras británicas con un precio de ejercicio de 1.46 dólares y un vencimiento a un año. Suponga que la prima (precio) de la opción fuera de 0.02 dólares por libra. Por tanto, Boeing pagaría \$200 000 (\$0.02 10 millones) por esa opción. Esta transacción otorga a Boeing el derecho, mas no la obligación, de vender un máximo de 10 millones de libras a \$1.46/£, independientemente del tipo spot a futuro.

Ahora suponga que el tipo de cambio spot resultara ser 1.30 dólares en la fecha de expiración. Dado que Boeing tiene el derecho de vender cada libra a 1.46 dólares, no cabe duda que ejercerá su opción *put* en libras y convertirá los 10 millones de libras en 14.6 millones de dólares. La principal ventaja de la cobertura con opciones es que la empresa puede decidir si ejerce la opción con base en el tipo de cambio spot realizado en la fecha de vencimiento. Recuerde que Boeing pagó el anticipo de 200 000 dólares por la opción. Si se considera el valor del dinero en el tiempo, este costo de entrada es equivalente a \$212 200 (\$200 000 1.061) en la fecha de vencimiento. Esto significa que con la cobertura de las opciones, el producto en dólares neto de la venta británica será de 14 387 800 dólares:

$$\$14\,387\,800 \quad \$14\,600\,000 \quad \$212\,200$$

Como Boeing ejercerá su opción de venta (*put*) en libras, siempre que el tipo de cambio spot futuro esté por debajo del tipo del ejercicio de 1.46 dólares, entonces habrá asegurado que recibirá un “mínimo” de dólares por la cantidad de 14 387 800 de su venta británica.

Ahora, considere otro escenario en el cual la libra se aprecia frente al dólar. Suponga que el tipo spot resultara ser 1.60 dólares por libra en la fecha de vencimiento. En tal caso, Boeing no tendría incentivo alguno para ejercer la opción. Optaría por dejar que la opción expirara y por convertir los 10 millones de libras a 16 millones de dólares al tipo spot. Si restamos los 212 200 dólares del costo de la opción, el producto de dólares neto será 15 787 800 con la cobertura de la opción. Como sugieren estos escenarios, la cobertura con opciones permite a la empresa *limitar el riesgo de las bajas y preservar el potencial para las alzas*. No obstante, la empresa debe pagar algo por esta flexibilidad y lo hace en términos de la prima de la opción. ¡En las finanzas rara vez hay algo gratis! Note que la cobertura del mercado de forwards o la del mercado de dinero no involucran un costo por adelantado.

La ilustración 8.5 presenta el producto en dólares neto de la venta británica mediante la cobertura con opciones para una serie de tipos de cambio spot futuros. Con la ilustración 8.6 se muestran también esos resultados. La cobertura con opciones marca un “piso” para los rendimientos en dólares, tal como lo presenta la ilustración. Los rendimientos futuros serán cuando menos 14 387 800 dólares con una cobertura con opciones. Por lo tanto, podemos decir que Boeing tiene una póliza de seguro contra el riesgo del tipo de cambio; es decir, podemos considerar que el pago por adelantado de los 200 000 dólares del costo de la opción es como

ILUSTRACIÓN 8.5

Rendimientos en dólares producto de una cobertura con opciones

Τιπο δε χαμβιο σποτ εν λα φεχηα δε σενχημιεντο (ΣΤ)	Δεχησι (ν δε εφερχεχο	Ρενδιμιεντοσ εν δ (λαρεσ βρυτοσ	Χοστο δε λα οχη (ν	Ρενδιμιεντοσ εν δ (λαρεσ νετοσ
Ξ1.30	Εφερχεχο	Ξ14 600 000	Ξ212 200	Ξ14 387 800
Ξ1.40	Εφερχεχο	Ξ14 600 000	Ξ212 200	Ξ14 387 800
Ξ1.46	Νευτραλ	Ξ14 600 000	Ξ212 200	Ξ14 387 800
Ξ1.50	Νο εφερχεχο	Ξ15 000 000	Ξ212 200	Ξ14 787 800
Ξ1.60	Νο εφερχεχο	Ξ16 000 000	Ξ212 200	Ξ15 787 800

Nota: Εν εσσε εφεμιλο, ελ τιπο δε χαμβιο αλ εφερχεχο (Ε) εσ δε Ξ1.46.

el pago de la prima del seguro. Cuando una compañía tiene cuentas por pagar en una divisa extranjera, en lugar de cuentas por cobrar, puede fijar un “techo” al costo futuro de los dólares requeridos para comprar la cantidad de divisas que necesitará si adquiere una opción *call* por esa cantidad de divisas.

La ilustración 8.6 también compara los rendimientos en dólares producto de las coberturas con forwards y con opciones. Como muestra la ilustración, la cobertura con opciones domina a la de forwards en el caso de tipos spot futuros superiores a 1.48 dólares por libra, mientras, que ocurre lo contrario en el caso de tipos spot por debajo de 1.48 dólares por libra. A Boeing le será indiferente utilizar cualesquiera de los dos métodos de cobertura en el “punto de equilibrio” del tipo spot de 1.48 dólares por libra.

El tipo spot de equilibrio, que es útil para elegir el método de cobertura, se determina así:

$$-(10\,000\,000)S_T - \$212\,200 = \$14\,600\,000$$

Al resolver la ecuación de S_T obtendremos el tipo spot de equilibrio, $S_T^* = \$1.48$. El análisis del punto de equilibrio sugiere que si el tipo spot futuro que espera la compañía está por encima (debajo) del tipo de equilibrio, entonces la cobertura con opciones (forwards) sería preferible.

A diferencia de un contrato de forwards, que sólo tiene un tipo forward para un vencimiento determinado, en el caso de un contrato de opciones existen múltiples tipos de cambio de ejercicio para las divisas (precios). En la explicación anterior, trabajamos con una opción que tenía un precio de 1.46 dólares al ejercicio. Si consideramos que Boeing tiene cuentas por cobrar en libras, es tentador pensar que sería buena idea que Boeing comprara una opción *put* con un precio de ejercicio más elevado, e incrementar así la entrada mínima de dólares por la venta

ILUSTRACIÓN 8.6

Producto en dólares de la venta británica: cobertura con opciones o con forwards

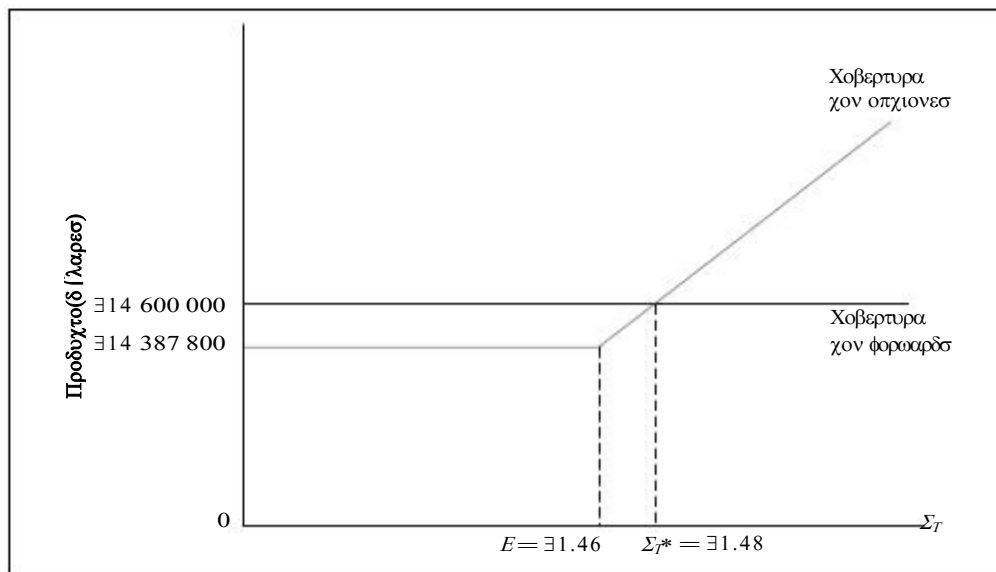


ILUSTRACIÓN 8.7

Estrategias alternativas de la cobertura de Boeing: un resumen

Εστρατεγία	Τρανσααχγιωνεσ	Ρεσυλταδο
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε φορωαρδσ	<ol style="list-style-type: none"> 1. ζενδερ $\leq 10\,000\,000$ φορωαρδ α χαμβιο δε δ λλαρεσ εσταδουνιδενσεσ αχτυαλεσ. 2. Δεντρο δε υν α)ο, ρεχιβιρ $\leq 10\,000\,000$ αλ τιπο χορριεντε δε μανοσ δελ χλιεντε βριτ(νιχο ψ εντρεαρλοσ α λα χοντραπαρτε δελ χοντρατο δε φορωαρδσ. 	Ασεγυραρ θυε σε ρεχιβιρ(ν $\exists 14\,600\,000$ δεντρο δε υν α)ο; ελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτυρο εσ ιρρελεπωαντε.
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε δινερο	<ol style="list-style-type: none"> 1. Τομαρ α πρ σταμο $\leq 9\,174\,312$ ψ χομπραρ $\exists 13\,761\,468$ α πρεχιο σποτ αχτυαλ. 2. Δεντρο δε υν α)ο, χοβραρ $\leq 10\,000\,000$ αλ χλιεντε βριτ(νιχο ψ λιθυδαρ ελ πρ σταμο εν λιβρασ χον εσε δινερο. 	Ασεγυραρ θυε σε ρεχιβιρ(ν $\exists 13\,761\,468$ αφορα ο $\exists 14\,600\,918$ δ λλαρεσ δεντρο δε υν α)ο; ελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτυρο εσ ιρρελεπωαντε.
Χοβερτυρα εν ελ μερχαδο δε οπχιονεσ	<ol style="list-style-type: none"> 1. Χομπραρ υνα οπχι (ν δε πεντα (πυτ) πορ $\leq 10\,000\,000$ χον υν αντιχιπο δε $200\,000$ δ λλαρεσ. 2. Δεντρο δε υν α)ο, δεχιδιρ σι ερερχερ ο νο λα οπχι (ν τρασ οβσερπαρ ελ τιπο δε χαμβιο σποτ θυε εξιστα. 	Ασεγυραρ θυε σε ρεχιβιρ(ν υν μ λ νιμο δε $\exists 14\,387\,800$ ο ταλ πεζ μ(σ σι ελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτυρο εξχεδε αλ τιπο δε χαμβιο δε ερερχιχι; Βοεινγ χοντρολα ελ ριεσγο δε λασ βαφασ ψ ρετιενε λα ποσιβιλιδαδ δε αλζασ.

británica. Sin embargo, inmediatamente queda claro que la empresa tendría que pagar el costo en razón de una prima más elevada por la opción.

De nueva cuenta, aquí tampoco hay nada gratis. La elección del precio de ejercicio en el contrato de opciones depende, al final de cuentas, en la medida que la empresa esté dispuesta a cargar con el riesgo cambiario. Por ejemplo, si el objetivo de la compañía es tan solo evitar los tipos de cambio muy desfavorables (es decir, una depreciación importante de la libra en el ejemplo de Boeing), entonces debe considerar la posibilidad de comprar una opción de venta bajo la par o *out of the money*, con un precio bajo de ejercicio, ahorrándose con ello costos de la opción. La ilustración 8.7 contiene un resumen de las tres estrategias alternativas para cubrirse.

Cómo cubrir montos pagaderos en otras divisas

Hasta aquí, sólo hemos explicado cómo cubrir la exposición de las transacciones en divisas extranjeras con el ejemplo del dinero que cobrará Boeing. En esta sección explicaremos cómo cubrir las “cuentas por pagar” en divisas extranjeras. Suponga que Boeing importa un motor de avión Rolls-Royce que le cuesta 5 millones de libras pagaderas en un año. La condición del mercado se resume así:

Tasa de interés en Estados Unidos:	6.00% anual.
Tasa de interés en RU:	6.50% anual.
Tipo de cambio spot:	\$1.80/£
Tipo de cambio forward:	\$1.75/£ (vencimiento a un año)

Analizaremos distintas formas de cubrir estas divisas por pagar mediante (1) contratos de forwards, (2) instrumentos del mercado de dinero y (3) contratos de opciones de divisas. Ante una cuenta por pagar, Boeing tendrá que tratar de minimizar el costo en dólares de la liquidación de la cuenta por pagar.

Contratos de forwards

Si Boeing decide cubrir la exposición de su cuenta por pagar mediante un contrato de forwards, sólo tendrá que comprar 5 millones de libras forward a cambio de la siguiente cantidad de dólares:

$$\$8\,750\,000 \quad (\text{£}5\,000\,000)(\$1.75/\text{£}).$$

En la fecha de vencimiento del contrato de forwards, Boeing recibirá 5 000 000 libras de su contraparte en el contrato a cambio de 8 750 000 dólares. A continuación, Boeing podría em-

plear los 5 000 000 de libras para efectuar su pago a Rolls-Royce. El caso es que Boeing tendrá 5 millones de libras aseguradas a cambio de una cantidad determinada de dólares, es decir, 8 750 000 dólares, independientemente del tipo de cambio spot que exista dentro de un año, la cuenta pagadera en divisas extranjeras de Boeing estará totalmente cubierta.

Instrumentos del mercado de dinero

Si Boeing primero calcula el valor presente del monto de divisas extranjeras que deberá pagar, es decir:

$$£4\,694\,836 \quad £5\,000\,000/1.065,$$

y enseguida invierte exactamente la misma cantidad de libras a la tasa de interés británica de 6.5% anual, estará segura de tener 5 millones libras dentro de un año. A continuación, Boeing podrá utilizar el valor al vencimiento de esta inversión para liquidar su cuenta de libras por pagar. Con esta cobertura en el mercado de dinero, Boeing tiene que desembolsar una cierta cantidad de dólares hoy para poder comprar el monto de libras spot que necesita invertir:

$$\$8\,450\,705 \quad (£4\,694\,836)(\$1.80/£).$$

El valor futuro de este costo en dólares para comprar la cantidad de libras necesaria se calcula así:

$$\$8\,957\,747 \quad (\$8\,450\,705)(1.06),$$

lo cual excede al de los dólares por asegurar 5 millones con una cobertura de forwards, 8 750 000 dólares. Como Boeing tratará de minimizar el costo en dólares para asegurar el monto de libras, la cobertura con forwards será preferible a la del mercado de dinero.

Contratos de opciones de divisas

Si Boeing decide utilizar un contrato de opciones de divisas para cubrir las libras que debe pagar, tendrá que adquirir opciones de compra (*call*) por 5 millones de libras. Boeing también tendrá que decidir el precio de ejercicio de sus opciones *call*. Suponemos que Boeing optó por el precio de ejercicio de \$1.80/£ con una prima de 0.018 dólares por libra. Luego entonces, el costo total de las opciones en la fecha de vencimiento (considerando el valor del dinero en el tiempo) se puede calcular así:

$$\$95\,400 \quad (\$0.018/£)(£5\,000\,000)(1.06).$$

Si la libra británica se aprecia frente al dólar por encima de \$1.80/£, el precio de ejecución del contrato de opciones, Boeing optará por ejercer sus opciones y comprar 5 millones de libras por \$9 000 000 $(£5\,000\,000)(\$1.80/£)$. Por otra parte, si el tipo spot en la fecha de vencimiento resultara inferior al precio de ejecución, Boeing dejará que la opción expire y comprará el monto de libras en el mercado spot. De este modo, Boeing podrá asegurar 5 millones de libras por un máximo de \$9 095 400 $(\$9\,000\,000 - \$95\,400)$ o menos.

Es útil comparar la cobertura con forwards y la de opciones. La ilustración 8.8 muestra los costos en dólares por asegurar 5 millones de libras con los dos planteamientos alternativos para cubrirse, en el caso de distintos niveles del tipo de cambio spot en la fecha de vencimiento. Como podemos observar en la ilustración 8.8, la cobertura con opciones sería preferible si el tipo de cambio spot resultara ser inferior a \$1.731/£ dado que la cobertura con opciones implica un costo por una cantidad inferior de dólares. Por otro lado, si el tipo de cambio spot resultara superior a \$1.731/£, entonces la cobertura con forwards sería preferible. El tipo de cambio spot de equilibrio, es decir, S_T^* , se puede calcular con la ecuación siguiente:

$$\$8\,750\,000 \quad (5\,000\,000)S_T \quad \$95\,400,$$

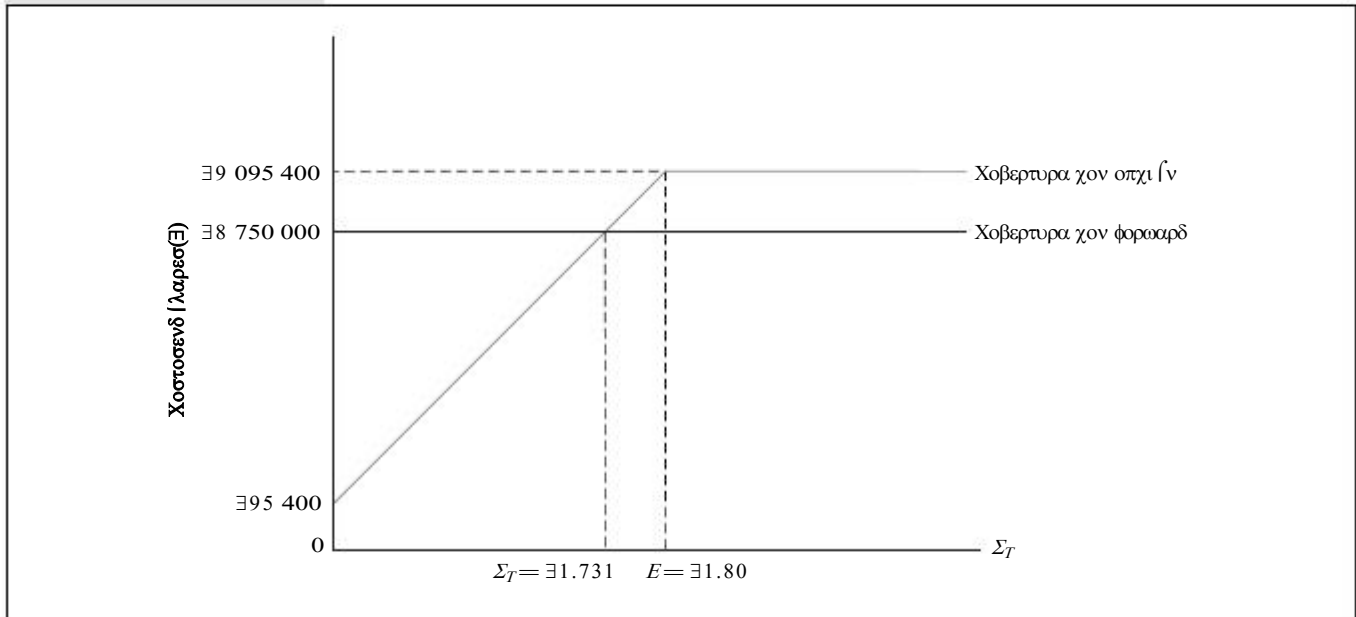
donde el costo en dólares por asegurar 5 millones de libras con la cobertura de forwards es igual al de la cobertura con opciones. Si resolvemos la S_T de la ecuación anterior obtendremos el tipo de cambio spot de equilibrio.

Cobertura cruzada de la exposición de divisas menores

Si una empresa tiene cuentas por cobrar o por pagar en monedas sólidas, como la libra británica, el euro y el yen japonés, no tendrá problema para recurrir a contratos de futuros del mercado

ILUSTRACIÓN 8.8

Costos en dólares por asegurar las libras pagaderas: cobertura con opciones o con forwards



www.florin.com/v4/valore4.html

Explica temas relacionados con la administración del riesgo cambiario.

de dinero o de opciones para administrar su exposición al riesgo de los cambios. En otro caso, si la compañía tiene una posición en monedas menores, como el won coreano, el bhat tailandés o la corona checa, tal vez sea muy costoso o hasta imposible utilizar contratos financieros en dichas monedas. Esto se debe a que los mercados financieros de los países en desarrollo están relativamente subdesarrollados y, con frecuencia, están muy regulados. Ante esta situación, la compañía puede pensar en utilizar técnicas de **cobertura cruzada** para administrar su exposición con las monedas menores. La cobertura cruzada implica cubrir una posición en un activo y tomar una posición en otro.

Suponga que una empresa tiene una cuenta por cobrar en wones coreanos y le gustaría cubrir la posición de los wones. Si hubiera un mercado de forwards de wones que funcionara bien, la empresa simplemente vendería forward de los wones por cobrar. Pero la empresa no puede hacerlo. No obstante, dado que el tipo de cambio del won/dólar guarda una estrecha relación con el tipo de cambio yen/dólar, la empresa estadounidense podría vender una cantidad de yenes forward, equivalente a los wones por cobrar, frente al dólar, para cubrir así de forma cruzada la exposición de sus wones. Por supuesto que la efectividad de esta técnica de cobertura cruzada dependerá de la estabilidad y la fuerza de la correlación del won/yen. Un estudio realizado por Aggarwal y Demaskey (1997) arroja que los contratos derivados en yenes japoneses son bastante efectivos para la cobertura cruzada de la exposición de monedas menores asiáticas, como la rupia indonesia, el won coreano, el peso filipino y el baht tailandés. De igual manera, los derivados del marco alemán son efectivos para la cobertura cruzada de algunas monedas del centro y el este de Europa, como la corona checa, la corona estona y el forint húngaro.

Otro estudio realizado por Benet (1990) sugiere que los contratos de futuros de mercancías se pueden utilizar con efectividad para la cobertura cruzada de exposiciones de algunas monedas menores. Suponga que el precio en dólares del peso mexicano guarda una correlación positiva con el precio mundial del petróleo. Note que México es un importante exportador de petróleo, que tiene una participación del orden del 5% del mercado mundial. Si consideramos esta situación, una empresa puede emplear contratos de futuros de petróleo para administrar la exposición del peso. La empresa puede comprar (vender) futuros de petróleo, si tiene cuentas por cobrar (por pagar) en pesos. De forma similar, los contratos de futuros de soya y café en grano se pueden emplear para una cobertura cruzada de la exposición de los reales brasileños. En este caso también, la efectividad de la técnica de la cobertura cruzada dependerá la fuerza y la estabilidad de la relación entre el tipo de cambio y los precios futuros de las mercancías.

Cómo cubrir la exposición contingente

Además de proporcionar una cobertura flexible contra la exposición de los cambios, los contratos de opciones también ofrecen una cobertura efectiva contra lo que podríamos llamar una **exposición contingente**. La exposición contingente se entiende como una situación en la cual la compañía puede estar sujeta a la exposición cambiaria o no. Suponga que General Electric (GE) participó en una licitación para un proyecto hidroeléctrico en la provincia de Quebec, Canadá. Si su oferta es aceptada, lo cual se sabrá dentro de tres meses, GE recibirá 100 millones de dólares canadienses para iniciar el proyecto. Dado que GE podría enfrentar la exposición cambiaria o no, que depende de que su oferta sea aceptada o no, afronta una situación típica de una exposición contingente.³

Es muy difícil lidiar con la exposición contingente mediante instrumentos tradicionales para cubrirse, como los contratos de forwards. Suponga que GE vendiera 100 millones de dólares canadienses forward para cubrir la exposición contingente. Si la oferta de GE es aceptada, entonces la compañía no tendrá problema alguno porque tendrá 100 millones de dólares canadienses para cumplir con el contrato forward. No obstante, si la oferta es rechazada, GE ahora enfrentará una posición corta en descubierto en dólares canadienses. Queda claro que un contrato de forwards no proporciona una cobertura satisfactoria contra una exposición contingente. La política de “no hacer nada” tampoco garantiza un resultado satisfactorio. El problema que implica esta política es que si la oferta de GE es aceptada, la compañía acabará con una posición larga al descubierto en dólares canadienses.

Un planteamiento alternativo sería comprar una opción de venta (*put*), a tres meses, de 100 millones de dólares canadienses. En tal caso, hay cuatro resultados posibles:

1. La oferta es aceptada y el tipo de cambio spot resulta ser inferior al tipo del ejercicio; en esta situación, la empresa simplemente ejercerá la opción *put* y convertirá los 100 millones de dólares canadienses al tipo del ejercicio.
2. La oferta es aceptada y el tipo de cambio spot resulta ser superior al tipo del ejercicio; en tal situación, la empresa dejará que la opción de venta expire y convertirá los 100 millones de dólares canadienses al tipo spot.
3. La oferta es rechazada y el tipo de cambio spot resulta ser inferior al tipo del ejercicio; en esta situación, aun cuando la empresa no tiene dólares canadienses, ejercerá la opción de venta y obtendrá una ganancia.
4. La oferta es rechazada y el tipo spot resulta ser superior al tipo del ejercicio; en esta situación, la empresa simplemente dejará que la opción de venta expire.

Los escenarios anteriores indican que cuando se compra una opción de venta (*put*), cada resultado queda cubierto debidamente; es decir, la empresa no se quedará con una posición de divisas sin cobertura. En este caso también es preciso resaltar que la compañía tiene que pagar por adelantado la prima de la opción. La ilustración 8.9 resume esta explicación.

Cómo cubrir la exposición recurrente con contratos de swaps

Las empresas con frecuencia tienen que lidiar con una “serie” de cuentas por pagar o por cobrar en términos de una divisa extranjera. Estos flujos de caja recurrentes en una moneda extranjera se pueden cubrir mejor con un contrato de swaps de divisas, el cual es un contrato para cambiar una moneda por otra a un tipo de cambio predeterminado; es decir, el tipo del swap, en una secuencia de fechas futuras. Como tal, un contrato de swaps es un portafolio de contratos de

³ Actualmente, no es extraño que el exportador permita que el importador escoja la moneda de pago. Por ejemplo, Boeing permitiría que British Airways le pagara 15 millones de dólares o 10 millones de libras. Si se considera que Boeing no sabe de antemano qué moneda recibirá, se enfrentará a una exposición contingente. Como el tipo de cambio spot futuro, British Airways optará por pagar con la moneda más barata. Cabe señalar que en este ejemplo, Boeing ofreció a British Airways la libertad de optar por comprar un máximo de 15 millones de dólares con libras (equivalente a una opción para vender libras por dólares) al tipo de ejercicio implícito de \$1.50/£.

ILUSTRACIÓN 8.9

Administración de una exposición contingente: el caso de la licitación de GE para un proyecto hidroeléctrico en Quebec

Εστρατεγίασ αλτερνατιβίασ	Ρεσουλταδο δε λα λιχταχι Γν	
	Οφερτα αγχεπταδα	Οφερτα ρεχηγζαδα
No ηαχερ ναδα	Υνα ποσιχι Γν λαργα εν δεσχυβιερτο εν ΔΧ100 μιλλονεσ	Νιγγυνα εξποσιχι Γν
ζενδερ ΔΧ φορωαρδ	Νιγγυνα εξποσιχι Γν	Υνα ποσιχι Γν χορτα εν δεσχυβιερτο εν ΔΧ100 μιλλονεσ
Χομπραρ υνα οπχι Γν πυτ δε ΔΧ ^α	Σι ελ τιπο σποτ φυτωρο φυερα ινφιεριορ αλ τιπο δελ αφερχιγιο (Σ _T Ε)	
	Χονπερτιρ λος ΔΧ100 μιλλονεσ αλ πρεχιιο δελ αφερχιγιο	Εφερχερ λα οπχι Γν ψ οβτενερ υνα γανανχια
	Σι ελ τιπο σποτ φυτωρο φυερα συπεριορ αλ τιπο δελ αφερχιγιο Σ _T Ε)	
	Περμιτιρ θυε λα οπχι Γν εξπιρε ψ χονπερτιρ λος ΔΧ100 μιλλονεσ αλ τιπο δε χαμβιο σποτ	Σενχιλλαμεντε δεραρ θυε λα οπχι Γν εξπιρε

^α Σι ελ τιπο σποτ φυτωρο ρεσουλταρα σερ ηνολ αλ πρεχιιο δελ αφερχιγιο, εσ δεχιρ Σ_T Ε ΓΕ σερ(ινδιφερεντε εντρε η αφερχερ λα οπχι Γν ψ η δεραρ θυε λα οπχι Γν εξπιρε ψ χονπερτιρ 100 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ χαναδιενσεσ αλ τιπο σποτ.

forwards con distintos vencimientos. Los swaps son muy flexibles en términos del monto y el vencimiento; los plazos pueden ir de unos cuantos meses a veinte años.

Suponga que Boeing tiene que entregar un avión a British Airways al principio de cada uno de los próximos cinco años, a partir de 1996. British Airways, a su vez, tiene que pagar 10 000 000 de libras a Boeing el 1 de diciembre de cada uno de los cinco años, a partir de 1996. En este caso, Boeing afronta una secuencia de exposiciones del tipo de cambio. Como se explicó antes, Boeing puede cubrir este tipo de exposición empleando un contrato de swaps, en cuyo caso Boeing entrega los 10 000 000 de libras a su contraparte en las fechas del contrato establecidas como el 1 de diciembre de cada uno de cinco años y recibe la entrega de una cantidad predeterminada de dólares cada año. Si el tipo de cambio convenido para el swap es \$1.50/£, entonces Boeing recibirá 15 millones de dólares cada año, independientemente del tipo forward y el tipo spot futuro. Observe que la secuencia de cinco contratos de forwards no tendría un precio con un tipo uniforme, \$1.50/£; los tipos forward serán diferentes para distintos vencimientos. Además, no es posible conseguir contratos de forwards a plazos más largos.

Cobertura mediante divisas de la factura

Si bien instrumentos financieros de cobertura, como los contratos de forwards, del mercado de dinero, de swaps y de opciones son bien conocidos, una técnica de operaciones que no ha merecido mucha atención es la cobertura mediante la elección de la moneda de la factura. La compañía puede *trasladar*, *compartir* o *diversificar* el riesgo cambiario si exige debidamente la moneda de la factura. Por ejemplo, si Boeing factura 15 millones de dólares, en lugar de 10 millones de libras, por la venta del avión, entonces no tendrá que enfrentarse a la exposición del tipo de cambio. Sin embargo, note que la exposición cambiaria no ha desaparecido, sino que simplemente se traslada al importador británico. British Airways ahora tiene una cuenta por pagar denominada en dólares estadounidenses.

En lugar de trasladar la exposición del cambio enteramente a British Airways, Boeing puede compartir la exposición con ella, por ejemplo, al facturar la mitad de la cuenta en dólares estadounidenses y la otra mitad en libras esterlinas; es decir, 7.5 millones de dólares y 5 millones de libras. En este caso, la magnitud de la exposición cambiaria de Boeing queda reducida a la mitad. Sin embargo, por cuestiones prácticas, la empresa tal vez no pueda recurrir a trasladar o compartir el riesgo tanto como quisiera, por temor a que los competidores le ganen ventas.

Sólo un exportador que tenga mucho poder de mercado podrá recurrir a este planteamiento. Además, si la moneda del exportador y la del importador no son las adecuadas para liquidar el comercio internacional, ninguna de las dos partes podrá recurrir a trasladar/compartir el riesgo para afrontar la exposición de los cambios.

La compañía podrá diversificar la exposición de los cambios en cierta medida si utiliza unidades de una canasta de monedas, tal es el caso de los DEG, como la moneda de la factura. Se sabe que las compañías multinacionales y las entidades soberanas con frecuencia flotan bonos denominados en DEG o en ECU antes de la introducción del euro. Por ejemplo, el gobierno egipcio por la utilización del Canal de Suez cobra en DEG. Es evidente que estas canastas de monedas se utilizan para reducir la exposición de los cambios. Como explicamos antes, los DEG ahora incluyen cuatro monedas individuales: el dólar estadounidense, el euro, el yen japonés y la libra británica. Como los DEG son un portafolio de monedas, su valor será suficientemente más estable que el valor de cualesquiera de las monedas que los constituyen. Las unidades de una canasta de monedas pueden ser un útil instrumento para cubrirse, sobre todo en el caso de una exposición de largo plazo, cuando no es posible conseguir contratos de forwards o de opciones. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Surcar las fluctuantes olas de las monedas” muestra la forma en que las compañías enfrentan la exposición por el riesgo cambiario mediante distintas técnicas operacionales.

Cobertura con aceleración y demora de los pagos

Otra técnica operativa que la empresa puede emplear para reducir la exposición de las transacciones es la aceleración y demora de los cobros y pagos en divisas extranjeras. La “aceleración” significa pagar o cobrar con prontitud y la “demora” significa cobrar o pagar muy tarde. La empresa desearía acelerar las cuentas por cobrar en monedas débiles y demorar las cuentas por cobrar en monedas sólidas, para así no perder con la depreciación de una moneda débil y poder beneficiarse con la apreciación de la moneda sólida. Por esta misma razón, la empresa tratará de acelerar las cuentas por pagar en moneda sólida y demorar las cuentas por pagar en moneda débil.

En la medida que la empresa sea capaz de instituir con eficacia la **estrategia de aceleración/demora** de los pagos podrá reducir la exposición de las transacciones que afronte. No obstante, aquí cabe hacer una advertencia. Suponga que Boeing, preocupada por la probable depreciación de la libra esterlina, quiere que British Airways pague por adelantado los 10 millones de libras. El intento de Boeing por acelerar la cuenta por cobrar encontraría dificultades. En primer término, British Airways seguramente querrá demorar su pago, porque se denomina en la moneda débil (la libra) y, por lo tanto, la compañía no tiene incentivo alguno para un pago anticipado, a no ser que Boeing le ofrezca un descuento sustantivo que compense el prepago. Por supuesto que esto disminuye los beneficios que implica cobrar las cuentas pronto. En segundo término, presionar a British Airways para que pague anticipadamente podría dificultar los esfuerzos futuros de Boeing por realizar ventas. En un tercero, es que 10 millones de libras esterlinas, en la medida que el precio original de la factura, incorpore la depreciación esperada de la libra, Boeing quedará parcialmente protegido contra la depreciación de la libra.

La estrategia de aceleración/demora de los pagos se puede emplear con mayor efectividad para lidiar con cuentas por cobrar y por pagar dentro de la empresa, por ejemplo, de costos de materiales, alquileres, regalías, intereses y dividendos, que se realizan entre las subsidiarias de una misma compañía multinacional. Dado que las gerencias de distintas subsidiarias de la misma compañía presuntamente trabajan para el bien de la empresa entera, la estrategia de aceleración/demora de los pagos se puede aplicar ahí de forma más agresiva.

Compensación de exposiciones

En 1984, Lufthansa, la línea aérea alemana, firmó con Boeing un contrato para comprarle aviones por un valor de 3 000 millones de dólares y celebró un contrato forward para comprar 1 500 millones de dólares forwards a efecto de cubrirse contra una esperada apreciación del dólar frente al marco alemán. Sin embargo, esta decisión adolecía de una gran falla: una parte sustantiva del flujo de efectivo de Lufthansa también estaba denominada en dólares. Por lo



Surcar las fluctuantes olas de las monedas

No ηαη ναδα θυε λεγυστε μ(σ αλα μαγορ παρτε δε λασ χομπα)΄ας θυε αμαρραρ α λασ χλιεντες παρα θυε δυρεν μυχηο. Σιν εμβαργο, χυανδο Λυξελ Γρουπ Ινχ. αβρι΄ουσ πυερτας παρα πενδερ απαρα- τος ραδιολογαλιζαδορες εν λα χυιδαδ δε Ψαλα, εν Χριμεα, ελ μεσ πασαδο, τοζυδαμεντε σε νεγαβια α φιρμαρ χοντρατος δε σερπιχιος αλ λαργο πλαζο παρα λασ απαρατος.

Χον λασ μονεδασ δε λα θυε φερα Υνι (ν Σοπι΄τιχα εν υνα χα΄δα εν εσπαρλα, λο θυε μενος θυερ΄α Λυξελ ερα θυε υν χλιεντε πρεσυ- μιερα δε υν χοντρατο α τρεσ)οσ. Εν χαμβιο, λα χομπα)΄α δε 30 εμπλεαδοσ, χον δομχιλιο εν Παραμυσ, Ν.Θ., λιμιτα λασ χοντρατος δε σερπιχιος δενομιναδοσ εν ρυβλοσ α ταν σολο τρεσ μεσεσ.

Αηορα θυε λασ χομπα)΄ας πεθυε)ασ ψ μεδιανασ χομο Λυξελ οπεραν χαδα πεζ μ(σ εν ελ εξτεριορ, εστ(ν μυψ οχυπαδασ εν λα περφεχι (ν δε λασ τ΄χνιχασ παρα προτεγερσε χοντρα λασ διπισασ θυε βαραν δε πρεχιο. Λα ταρεα εσ χαδα πεζ μ(σ υργεντε.

Εν φεχηασ ρεχιεντες, ελ ρεμολινο μονεταριο δε Ευροπα ηα δε- φραδο α λασ χομπα)΄ας εσταδουνιδενσεσ θυε οπεραν αη΄ εξπυεσ- τασ α υν ριεσγο χαμβιαριο μαγορ αλ θυε ηαβιτυαλιμεντε αφρονταν. Σι βιεν εσ ποχο προβαβλε θυε ηαηα φλυχωαχιονεσ σιολεντας, λασ εμπρεσασ εσταδουνιδενσεσ πυεδεν χονταρ χον θυε σεγυιρ(λα πολατιλιδαδ, πορθυε λασ πα΄σασ ευροπεοσ αηορα περμιτεν θυε συσ τιποσ δε χαμβιο φλυχ εν μυχηο μ(σ.

Pérdidas por una moneda que se desploma

Μιεντρασ ταντο, ελ παλορ δε λασ μονεδασ σε δεσπλομα εν λα εξ Υνι (ν Σοπι΄τιχα, Βρασιλ ψ οτροσ παρτεσ. Τοδο εστο σιγνιφια θυε σε πυεδεν περδερ φορτυνασ πορ तेνερ λα μονεδα εθυιποχαδα εν ελ μομεντο εθυιποχαδο.

Μιτηελ Ρεβαχικ, διρεχτορ δε φινανζασ δε Νευτρογενα Χορπ., υνα εμπρεσα δε Λοσ Ξνγελεσ θυε τιενε 700 εμπλεαδοσ ψ δεριτωα 25% δε συσ ινγρεσοσ δελ εξτεριορ, χομεντα: □Νοσοτροσ εσταμοσ ταν προχυπαδοσ χομο λασ χομπα)΄ας γρανδεσ.□

Ελ πελιγρο μ(σ φρεχυεντε: υνα μονεδα λογαλ πυεδε περδερ πα- λορ εντρε ελ χιερρε δε υνα πεντα εν υνα μονεδα λογαλ ψ ελ παγο δε λα φαχτωρα Χυανδο Λλεγαλα φεχηα δε παγο, ελ δυε)ο δε λα εμπρεσα εσταδουνιδενσε ποδρ΄α αχαβαρ χον υνα μονεδα εν λασ μανοσ θυε παλε μυχηο μενος εν δ΄λαρεσ δε λο θυε εσπεραβα.

Εν ελ χασο δε λασ χομπα)΄ας θυε χονσιγυεν ηαχερλο, ελ χαμιο προφεριδο εσ φαχτωραρ εν δ΄λαρεσ ψ δεραρ θυε λασ χλιεντες χαργυεν χον ελ πεσο δε λασ τιποσ φλυχωαντες δε χαμβιο. Ροβερτ Βυση, χονταλορ δε Ωεδχο Τεχηνολογη Ινχ., χομεντα: □Σι υνο τιενε υνα ποσιχι (ν φιρμε δε μαρκετινγ, πυεδε φυγαρ ρυδο ψ δεχιρ: □θυιερο ελ παγο εν μι μονεδα.□□

Ωεδχο, θυε τριτωρα πλ(στιχοσ ψ οτροσ ματεριαλεσ α λα μεδιδα δελ χλιεντε παρα χομπα)΄ας δε Εσταδοσ Υνιδοσ ψ δε Ευροπα εσ ελ αχτορ δομιναντε εν συ πεθυε)ο νιχηο. Ελ α)ο πασαδο, εστα χομπα)΄α δε Βλοομβσβυρψ, Ν.Θ., οβτυπο αλρεδεδορ δε λα τερχερα παρτε δε συσ ινγρεσοσ πορ 30.3 μιλλονεσ δε δ΄λαρεσ εν Ευροπα Οχχιδενταλ.

Βυση εξπλιχα θυε λασ χλιεντες ευροπεοσ α πεχεσ προτεσταν αντε λα ιδεα δε παγαρ εν δ΄λαρεσ ψ διχε: □Νοσοτροσ ρεσπονδεμοσ: □Λο σιεντο, αη΄ τραβαραμοσ νοσοτροσ.□ Εσ επιδεντε θυε ταλ πεζ περ- δαμοσ αλγυνασ πεντας, περο φαχτωραρ εν δ΄λαρεσ νοσ θυιτα υνα ενορμε προχυπαχι (ν δε λα χαβεζα.□

Λα ποσιχι (ν δομιναντε δε Ωεδχο εν ελ μερχαδο ταμβι(ν λε περμιτε ελιμιναρ ελ ριεσγο δε λασ φλυχωαχιονεσ δε λασ διπισασ ρελα- χιοναδασ χον λασ ινπενταριοσ. Αλγυνοσ φοβριχαντες χομπραν ματε-

tanto, la exposición neta de Lufthansa al riesgo cambiario podría no haber sido importante. Lufthansa tenía lo que se conoce como “una cobertura natural”. En 1985, el dólar se depreció sustantivamente frente al marco y, en consecuencia, Lufthansa registró una importante pérdida de divisas al liquidar el contrato de forwards. Este episodio exhibe que cuando una empresa tiene cuentas por cobrar y por pagar en una divisa extranjera dada, debe pensar en cubrir únicamente su exposición neta.

Hasta aquí, hemos explicado la administración de la exposición sobre una base de moneda por moneda. En realidad, es probable que una compañía multinacional tenga un portafolio de posiciones en divisas. Por ejemplo, una empresa estadounidense podría tener una cuenta por pagar en euros y, al mismo tiempo, una cuenta por cobrar en francos suizos. Si se considera que el euro y el franco se mueven contra el dólar casi al unísono, la empresa simplemente puede esperar al vencimiento de estas cuentas y, a continuación, comprar euros spot mediante francos. Tal vez no sea necesario, y hasta podría ser un desperdicio, comprar euros forward y vender francos forward. En pocas palabras, si la empresa tiene un portafolio de posiciones en divisas, tiene sentido cubrir la posición residual, en lugar de cubrir por separado las posiciones en cada una de las monedas.

Si la compañía quiere aplicar la compensación de exposiciones agresivamente, será muy útil centralizar la función de la administración de la exposición a los cambios en una sola ubicación. Muchas compañías multinacionales utilizan un **centro de refacturación**, que es una subsidiaria financiera, como mecanismo para centralizar las funciones de la administración de las exposiciones. Todas las facturas que surgen de las transacciones de las empresas son enviadas al centro de refacturación, donde las exposiciones son compensadas. Una vez que se ha determinado la exposición residual, entonces los expertos en divisas extranjeras del centro determinan cuáles son los métodos óptimos para cubrirse y los aplican.

ριασ πριμασ εν υν παΐσψ λασ πενδεν, ψα προχεσαδασ, εν οτρο. Σι λασ φλυχταχιονεσ δε λασ διψισασ δε ρεπεντε ενχαρεχεν λασ ματεριαλεσ, ελ φαβριχαντε δεβε τρασλαδαρ ελ χοστο μ<σ αλω α λασ χλιεντεσ, ο Γλ αβσορβερω. Παρα επιαρ εστα τραμπα, μυχηασ χομπα)΄ασ τραταν δε χομπραρ λασ ματεριασ πριμασ εν ελ παΐσ δονδε πενδερ(ν λασ βιενεσ τερμιναδοσ ο δε τρασλαδαρ λασ χομπρασ α λασ παΐσασ θυε τιενεν μονεδασ θυε σε ενχυνετραν εν δεβιλιταμιντο.

Λα σολχι Γν δε Ωεδχο: οβλιγαρ αλ χλιεντε α συμνιστραρ συσ προπιασ ματεριασ πριμασ. Δε νυεπα χυεντα, αλγυνασ προτεσασ. Ελ χοντραλορ δε λα χομπα)΄α εξπλιχα θυε, αντε λα ρεχεσι Γν εν Ευροπα θυε δεσαχελερ Γ λα δεμανδα, Ωεδχο φυε μενοσ ρίγδα εν χασοσ θυε ιπολυχραν α πιαφοσ χλιεντεσ.

Plazos cortos para el pago

Χιρχον Χορπ., υν φαβριχαντε δε ενδοσχοπιος ψ σιστεμασ δε πιδωο παρα μ΄διχοσ, δε Σαντα Βαρβαρα, Χαλι΄, χοβρα εν δ Γλαρεσ αλρεδεδορ δε 50% δε συσ πωνασ εν Ευροπα. Σι λα χομπα)΄α νο πυεδε ρεχιβιρ παγοσ εν βλλετωσ περδεσ, εντονηεσ τρατα δε μινιμιζαρ συ ριεσγο χον λα νεγοχιαχι Γν; χομο μενχιονα Ριχηαρδ Αηηλ, πρεσιδεντε δε λα χομπα)΄α, Ξυν πλάζο δε παγο μψ χορτα.

Λασ εμπρεσασ εσταδουινενεσεσ θυε λε χομπραν α προπεεδορεσ ευροπεοσ ταμβι Γν βυσχαν προτεχι Γν. Συπρεμα Σπεχιαλπιεσ Ινχ., δε Πατερσον, Ν.9., χομπρα θεεσο α χοσπεραπιπασ ιταλιανασ. Πορ λο γενεραλ, χολοχα πεδιδοσ χον σεα μεσεσ δε αντιχιαχι Γν ψ νεγοχια υν πρεχιο εν δ Γλαρεσ παγαδεροσ χοντρα ελ εμβαρθυε. Παυλ Λαυριερο, ελ χιχεπρεσιδεντε εφεχτυπω, διχε θυε χομο λασ χοσπεραπιπασ τιενεν εξχεσο δε θυεσο, Ξαχεπταρ(ν ταντοσ παγοσ χομο πυεδαν.

Μυχηασ χομπα)΄ασ χονσιγυεν ελ μισιμο εφεχτο (αμαρραρ λασ πρεχιοσ δενομιναδοσ εν δ Γλαρεσ) αλ χομπραρ εν λασ βαγχοσ χοντρατοσ δε φορααρδσ. Εστοσ χοντρατοσ οβλιγαν α λασ παρτεσ α χαμβιαρ υνα μονεδα πορ οτρα εν υνα φεχηα φυτωρα ψ α υν τιπο

πρεπιαμιντε εσταβλεχιδο. Αλγυνασ χομπα)΄ασ ταμβι Γν χομπραν χοντρατοσ δε οπχιονεσ, θυε οτοργαν α λασ ιντερεσαδοσ ελ δερεχηο, μ<σ νο λα οβλιγαχι Γν, δε χαμβιαρ υνα μονεδα πορ οτρα εν υνα φεχηα φυτωρα α υν τιπο εσταβλεχιδο. Ινγλυσο εν ελ χασο δε λασ χομπα)΄ασ πεθυε)ασ, εστα προτεχι Γν συελε χοσταρ μυχηο μενοσ δελ 1% δελ μοντο ιπολυχραδο.

Αλγυνασ χομπα)΄ασ, χομο Νευτρογενα, σε)αλαν θυε λασ βανχοσ γρανδεσ χασι νυνηα θυιερεν ινπερτιρ ελ τιεμπο νεχεσαριο παρα αχονσαρραρ χυ(λεσ στον λασ εστρατεγιασ δε χοβερτυρα θυε χονπιενεν α λασ αχτορεσ πεθυε)οσ ο μεδιανοσ. Νο οβσταντε, Χιχεκποιντ Σψστεμοσ Ινχ., υν φαβριχαντε δε σιστεμασ δε πιγλανχια, εθυιπο δε εσχ(νερ ψ επιθυετασ χοντρα ροβο, διχε θυε χονσδερα θυε λασ βανχοσ εστ(ν μψψ δισπυεστοσ α αηυδαρ. Στεπεν Σελφριδγε, διρεχτορ εφεχτυπω δε φινανζασ, διχε θυε λα εμπρεσα δε Τηορογαρε, Ν.Μ., αχτυαλμεντε νεγοχια χον λασ βανχοσ σοβρε λα φορμα δε χυβριρ αυσ χυεντασ πορ παγαρ ψ πορ χοβραρ εν ελ εξτρανφερο.

La solución de las coberturas financieras

Τελεμαχισ Ιντερνατιοναλ Ινχ., υνα χομπα)΄α δε σιστεμασ δε ρεδεσ δε χομπαταδορασ δε Φορτ Λαυδερδαλε, Φλα, θυε οβτιενε αλρεδεδορ δε λα μιταδ δε συσ 67.3 μιλλονεσ δε δ Γλαρεσ γραχιασ α συσ πωνασ εν ελ εξτρανφερο, ρεχυρρι Γ α λα χοβερτυρα φινανχιερα ηαχε σιετε μεσεσ. Εστο σχυρρι Γ δεσπυ Γ δε θυε λα χομπα)΄α ρεγιστρ Γ π΄ρδιδασ πορ 632 000 δ Γλαρεσ εν 1992 δεβιδο α θυε νο χυβρι Γ συ εξποσιχι Γν χαμβιαρια. Δοην Δοολεψ, συβτεσορερο, εξπλιχα θυε Ξθυεδαρον εξπυεστοσ αλ δεσπλομε δε λα λβρα βριτ(νιχα.

Φυεντε: Αεσμε Σχιμο, ΞΥ.Σ. φημοσ αβροαδ ριδε σιηφηνι αααεσ οφ χυρρενημ, *Τηε Ωαλλ Στραετ θουρναλ*, 6 δε αγοστο δε 1993, π. Β2. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι Γν δε *Τηε Ωαλλ Στραετ θουρναλ*, ▼ Δωο θονεσ & Χομπαην, Ινχ. Τοδοσ λασ δερεχηοσ μινδιαλεσ ρεσερπαδοσ.

¿La empresa se debe cubrir?

www.sec.gov/edgar.shtml

Los expedientes de la compañía en la SEC muestran la forma como éstas manejan la exposición de riesgo de los cambios.

Hemos visto que la empresa puede cubrir su exposición cambiaria si lo desea. Sin embargo, no hemos explicado, para empezar, si la empresa debe tratar de cubrirse o no. Como se explica en el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Cubrirse o no cubrirse”, no existe consenso respecto a si una compañía se debe hacerlo o no. Hay quienes argumentan que la administración del riesgo cambiario, en el nivel de una compañía, es una actividad redundante cuando los accionistas pueden manejar la exposición ellos mismos. Otros argumentarían que lo que importa para la valuación de una compañía sólo es el riesgo sistemático; es decir, que la administración de riesgos de la compañía sólo puede reducir el riesgo total. Estos argumentos sugieren que la administración de la exposición de la compañía no necesariamente aumentará su valor.

Aun cuando los argumentos anteriores, contra la administración del riesgo de la compañía, podrían ser válidos en un mercado de capitales “perfecto”, también cabe defenderlos con base en distintas imperfecciones del mercado:

1. Asimetría de la información: la dirección conoce la posición de la exposición de la compañía mucho mejor que los accionistas. Por ello, los directores de la empresa, y no sus accionistas, deben administrar la exposición cambiaria.
2. Diferenciales en los costos de transacción: la compañía está en posición de adquirir coberturas de bajo costo y los costos de transacción para los accionistas individuales pueden ser considerables. Asimismo, la empresa tiene instrumentos para cubrirse, como el centro de refacturación, que los accionistas no tienen a su alcance.
3. Costos de incumplimiento: si estos costos son sustantivos, estaría justificado que la compañía se cubra, porque ello disminuirá la probabilidad de un incumplimiento. La percepción



Cubrirse o no cubrirse

□Χασι νινγυνα χομπα)ί α θυε μαξιμιζα συ παλор σε χυβρε.□ Μερτον Μίλλερ ψ Χρηστοπηερ Χυλπ, δος εχονομιστας δε λα Υνιπερσιδαδ δε Χηηχαγο, εσχιριβιερον εστας παλαβρας ρεχιεντε-μεντε εν υν αρήχυλο¹ σοβρε Μεταλλυσεελλσχηαφτ, υνα εμπρεσα θυε πιο χίμο σε δεσπλομαβα συ παλор δεσπυί σ δε θυε συ εστρατεγια δε χυβρισε χον πρεχιος δελ πετρ ίλεο φραχασ ί. Νο οβσ-ταντε, υνα γραν μαγορία δε εμπρεσας θυε υτιλιζαν δεριπαδος λο ηαχεν παρα χυβρισε. Λα ενχυεστα δελ α)ο πασαδο σοβρε λασ γρανδες χομπα)ί ασ νο φινανχιερασ δε Εσταδος Υνιδος, ρεαλιζα-δα πορ Ωηαρτον Σχηροολ ψ Χηασε Μανηατταν Βανκ, αρροφί θυε, δε λασ χομπα)ί ασ θυε υτιλιζαβαν δεριπαδος (αλρεδεδορ δε υνα τερχερα παρτε δε λα μυεστρα), 75% διο θυε λο ηαχίαν παρα χυ-βριρ συσ οβλιγαχιονες. Ηαστα 40% δε λασ θυε υσαβαν δεριπαδος διο θυε, α πεχες, χονσιδεραβα λα διρεχχι ίν δε λοσ μερχαδος, περο σ ίλο 8% αδμιτι ί ηαχερλο χον φρεχυενχια.

Παρα φουσιφιαρ λα εσπεχυλαχι ίν, λοσ διρεχτορες δεβεν τενερ υν βυεν μοτιπο παρα συπονερ θυε πυεδεν σερ χονγρυνετ-μεντε μίς λιστος θυε λασ εμπρεσας χυνα αχτιπιδαδ μερχαντιλ χεντραλ εσ φυγαρ εν λοσ μερχαδος φινανχιερος. Λοσ νεγοχιος δε μερχανχίασ, χομο λασ χομπα)ί ασ εν ελ χαμπο δελ πετρ ίλεο ο λοσ χερεαλες, θυε τομαν ποσιχιονες εν λα διρεχχι ίν δε λοσ μερχαδος δε μερχανχίασ ρελαχιοναδος χον ελλας ποδρίαν τενερ εστε μοτιπο, περο λασ εμπρεσας νο φινανχιερασ θυε αχεπιαν απυεστας σοβρε λασ πασας δε ιντερί σ ο λοσ τιπος δε χαμβιο δε λασ διπισσας χασι χον χερτεζα νο σαχαρ(ν γανανχια δε ελλο, αυν χυανδο αλγυνας αφιρμεν θυε σί λο ηαχεν. Περο, ¿πορ θυί εσπαρία μαλ χυβρισε?

Εν λα δί χαδα δε 1950, Μερτον Μίλλερ ψ Φρανχο Μοδιγλιανι, στρο εχονομιστα φινανχιερο, δεμοστραρον θυε λασ εμπρεσας γαναρίαν δινερο σ ίλο σι ηαχεν βυενας ινπερσιονες, τλεις χομο λασ θυε ινχρεμενταν λοσ φλυφος δε εφεχτιπο παρα συσ οπεραχιο-νες. Νο ιμπορτα σι εστας ινπερσιονες σε ρεαλιζαν πορ μεδιο δε δευδα, χαπαίλ χονταβλε ο υτιλιδαδες ρετεινιδας. Λοσ διστιν-τος μί τοδος δε φινανχιαμεντο σιμπλεμεντε δετερμιναν λα φορμα εν θυε ελ παλор δε λα χομπα)ί ασ εσ διπιδιδο εντρε συσ διστιντος τιπος δε ινπερσιονιστας (π. γρ., αχχιονιστας ο τενε-δορες δε βονος) ψ νο ελ παλор μισμο. Εστα ασομβροσα ιδεα λες αιλυδί α γαναρ υν πρεμιο Νοβελ (χαδα υνο). Σι εστ(ν εν λο χιερτο, ελλο τιενε ιμπλιχαχιονες β(σιχας παρα λα χοβερτυρα. Σι λοσ μί τοδος δε φινανχιαμεντο ψ λα ίνδολε δε λοσ ριεσγος φινανχιερος νο ιμπορταν, εντονχες αδμιιστραρλος νο τιενε σεντιδο αλγυνο. Νο αυμενταν ελ παλор δε λα εμπρεσα, σινο πορ ελ χοντραριο, χομο λοσ δεριπαδος νο σον γρατις, υτιλιζαρλοσ

παρα χυβρισε δε ηεχηο ποδρία ρεδυχιρ συ παλор. Εσ μίς, Μί-λλερ ψ Μοδιγλιανι δεμοστραρον θυε σι λοσ ινπερσιονιστας θυε-ρεν επιταρ λοσ ριεσγος φινανχιερος λιγαδος α α λα ποσεσι ίν δε αχχιονες δε υνα χομπα)ί α, πυεδεν διπερσιφιαρ ελ πορταφολιο δε αχχιονες θυε ποσεεν. Λασ εμπρεσας νο τιενεν πορ θυί αδμιιστραρ συσ ριεσγος φινανχιερος, πυεσ λοσ ινπερσιονιστας λο πυεδεν ηαχερ ελλοσ μισμος.

Εν α)ος ρεχιεντες, στροσ αχαδί μιχος χυεστιοναν λα τεσις δε Μίλλερ-Μοδιγλιανι (χυανδο μενος συ φορμα πυρα) ψ ηαν δεμοστραδο θυε χυβρισε α πεχες πυεδε ινχρεμενταρ ελ πα-λор. Εστο σε δεβε α θυε λασ εμπρεσας ποδρίαν σερ χαπαχες δε αδμιιστραρ χιερτος ριεσγος ιντερναμεντε δε φορμα θυε νο πυεδεν ρεπροδυχιρ λοσ ινπερσιονιστας εξτερνος. Αλγυνος ιν-περσιονιστας τάλ πεζ νο θυιεραν ο νο πυεδαν τενερ πορταφολιος χον αχχιονες διπερσιφιαδας (πορ εφεμπλο, σι εσ υνα εμπρεσα φαμίλιαρ). Ποδρία εξιστιρ λα ποσιβιλιδαδ δε υτιλιζαρ δεριπαδος παρα ρεδυχιρ λασ γανανχιας εν α)ος βυενος ψ αυμενταρλας εν λοσ α)ος μαλος α εφεχτο δε βαφαρ λοσ ιμπυεστος προμεδιο θυε δεβε παγαρ λα εμπρεσα. Λα χοβερτυρα ταμβί ίν σε πυεδε υτιλιζαρ παρα επιταρ θυε λα χομπα)ί α τεργα διφχυλαδαδες φιναν-χιερασ ο ινχλυσο θυε θυιεβρε.

Εν φεχηας ρεχιεντες, στρο πλανταεαμεντο ηα σπεινιδο γανα-δο αδεπτος. Σεγ ίν Κεννετη Φροοτ, Δασιδ Σηαρφστειν ψ θερεμμυ Στειν, τρεσ εχονομιστας δε Βοστων, λασ εμπρεσας σε δεβερίαν χυβριρ παρα ασευραρσε δε θυε σιεμπρε χονταρ(ν χον υν φλυφο δε εφεχτιπο συφιεγιεντε παρα φινανχιαρ συ προγραμα δε ινπερσι-νες πλαναεαδας.² Δε λο χοντραριο, ποδρίαν δεαρρ πασαρ αλγυνας ινπερσιονες θυε ποδρίαν σερ ρενταβλεσ δεβιδο α λασ ινεφιχιεν-χιας δε λοσ μερχαδος δε βονος ψ δε λασ αχχιονες δε χαπαίλ θυε ιμπιδεν αλα εμπρεσα ρευνιρ φονδος ο, ασιμισμο, αλ ρεχηαζο δε λοσ διρεχτορες παρα ρεχυρριρ α εστος μερχαδος χυανδο τιενεν ποχα λιθυιδεζ ιντερνα. Μερχκ, υν λαβορατοριο φαρμαχί υτιχο εσ-ταδουνιδεντες, πιονερο εν λα υτιλιζαχι ίν δε λοσ δεριπαδος παρα ασευραρ θυε συσ πλανες δε ινπερσι ίν (σοβρε τοδο εν ινπεσι-γαχι ίν ψ δεσαρρολλο, ΙψΔ) σιεμπρε χυενταν χον φινανχιαμεντο. Εν υν ενσαγο θυε εξπλιχα λα εστρατεγια δελ λαβορατοριο, θυδιγ Λεωντ ψ θοην Κεαρνεψ οβσερπαβαν θυε □υεστρα εξπεριενχια ψ λα δε υνεστρα ινδυστρια [φαρμαχί υτιχα] ηα σιδο, εν γενεραλ, θυε λα ινχερτιδυμβρε δε λοσ ινγρεσος ψ δε λοσ φλυφος δε εφεχτιπο δεβιδος αλα πολλαπλιδαδ δε λοσ τιπος δε χαμβιο χονλλεπα α υνα δισμινυχι ίν εν ελ γαστο παρα ινπεστιγαχι ίν.³

Σι βιεν εστα εστρατεγια παρεχε σενχίλλα, νο δερα δε τενερ αλγυνας ιμπλιχαχιονες ινθυιεταντες. Χομο σε)αλαν Φροοτ,

de que existe menos riesgo de incumplimiento, a su vez, puede llevar a una mejor calificación crediticia y a costos de financiamiento más bajos.

4. Impuestos progresivos sobre la renta de las sociedades: ante este tipo de impuestos, los ingresos estables antes de impuestos conllevan a impuestos más bajos para la sociedad que los ingresos volátiles con el mismo valor promedio. Esto se debe a que, con los impuestos progresivos, la empresa paga más impuestos en los periodos que obtiene mayores ganancias, a diferencia de los periodos de ingresos más bajos en los que no tiene que pagar.

El último punto amerita mayor elaboración. Suponga que el sistema del impuesto sobre la renta de las sociedades de un país grava los primeros 10 millones de dólares ingresos de la

Σχημαστειν ψ Στειν, λος φαχτορες θυε προποχαν θυε λος φλυφοσ δε εφεχτιπο νο λλεγυεν α λασ εξεχτατιπασ ταμβί ν ποδρίαν ρεδυχιρ λα χαντιδαδ δε οπορτυνιδαδες παρα ηαχηρ ινπερσιονεσ ρενταβλεσ, διςμινυμενδο χον ελλο λα νεχεσιδαδ δε χυβριρσε. Πορεφεμπλο, ελ φλυφο δε εφεχτιπο δε υνα χομπα)ί α πετρολερα σε ποδρία παρ αφεχταδο πορ υνα χούδα δε λος πρεχιοσ δελ πετρ ίλεο. Νο οβσταντε, εσα χούδα ταμβί ν διςμινυσε ελ παλορ δε λασ ινπερσιονεσ παρα δεσαρρολλαρ νυεποσ χαμπιοσ πετρολεροσ. Αντε λα μενορ χαντιδαδ δε προνεχτοσ ρενταβλεσ παρα ινπερτιρ, λα εμπρεσα νεχεσιταρ(υνα μενορ λιθυιδεζ παρα φινανχιαρ λασ ινπερσιονεσ.

Todo es cuestión de flujos de efectivo

Ρενε Στυλζ, υν εχονομιστα δε λα Υνιπερσιδαδ Εσταταλ δε Οηιο, ενχυεντρα ιμπλιχαχιονεσ ινγλυσο μυχηο μ(σ φυερτεσ.⁴ Στυλζ αφιρμα θυε σ ίλο υν παρ δε ραζονεσ εξπλιχαρίαν πορ θυί υνα εμπρεσα σε δεβε χυβριρ. Υνα δε ελλασ εσ λα ρεδυχιρ ίν δελ μοντο δε λος ιμπυεστοσ θυε δεβε παγαρ, λο χυαλ προβαβλεμεντε σ ίλο οχυρρα σι λασ υπιλιδαδεσ δε λα εμπρεσα τιενδεν α συβιρ ψ βαφαρ χομο ψο-ψο εντρε λα βανδα δε λασ ταρiffs αλτασ ψ λασ βαφασ δε ιμπυεστοσ. Λα οτρα εσ θυε νο σεα χαπαζ δε χονσεγιρ εφεχτιπο χυανδο λο νεχεσιτα, ενφρεντανδο ελ γραψε ριεσγο δε θυεδαρσε σιν λιθυιδεζ. Στυλζ ρεχονοχε θυε, χον εστα ρεγλα, υνα εμπρεσα θυε νο τιενε υνα γραν δευδα ο θυε τιενε υνα χαλιφιαχι ίν μυψ αλτα, νο νεχεσιτα χυβριρσε, τοδα πεζ θυε ελ ριεσγο δε θυε τεγγα διφικυλταδεσ φινανχιερασ εσ μί νιμο. Σί λ εστυπερα εν λο χιερτο, μυχηασ δε λασ γρανδεσ χομπα)ί ασ εσταδουνιδενσεσ θυε σε χυβρεν (ινγλυσιπε αλγυνασ δε αθυελλασ θυε ηαν ρεπελαδο πί ρδιδασ σοβρε δεριπιαδοσ, χομο Προχτερ & Γραμβλε) ποδρίαν δεσπερδιχιαρ συ ενεργή α ο ταλ πεζ αλγο μ(σ. Δε οτρα παρτε, Στυλζ χονσιδερα θυε σι υνα εμπρεσα εστ(μυψ ενχαυζαδα, λα χοβερτυρα πυεδε διςπαραρ συ παλορ συσταντωαμεντε. Δε ηεχηο, δυραντε λα λοχυρα δε λασ χομπρασ απαλαναχασ δε λα δί χαδα δε 1980, χυανδο λασ εμπρεσασ σε αδθυίρίαν αλ χομπραρ λασ αχχιονεσ ψ χαργαρσε δε δευδασ, λος γρανδεσ ρεθυισιτοσ δε λα αδμινιστραχι ίν δε ριεσγο εραν ηαβτωαλεσ εν τοδο αρρεγλο δε πρί σταμοσ.

Χυλπ ψ Μίλλερ, δε λα Υνιπερσιδαδ δε Χηιχαγο, λλεπαν εστε αργυμεντο υν πασο μ(σ αλλ(χυανδο δεφιεנדεν λα αδμινιστραχι ίν δε Μεταλλ(γεσσελλσχηαφτ χοντρα αλγυνασ δε λασ αχυσαχιονεσ μ(σ φυερτεσ δε ιμπρυδενχια (χυεσι ίν θυε αηορα σε διριμε εν λος τριβυνωλεσ εσταδουνιδενσεσ). Εν λυγαρ δε αναλίζαρ λα εστρατεγια δε χοβερτυρα δε λα εμπρεσα (θυε ινωλοχυρ ί πενδερ πετρ ίλεο πορ αδελανταδο ηαστα πορ 10 α)οσ ψ χυβριρ εστα εξποσιχι ίν χον χοντρατοσ δε φυτυροσ) εν τί ρμινιοσ δε συ εφεχτιπιδαδ παρα ρεδυχιρ ελ ριεσγο, Χυλπ ψ Μίλλερ αργυμενταν θυε νο ερα νεχεσαριο θυε λα χομπα)ί α ρεδυφερα συ εξποσιχι ίν αλ

ριεσγο, πορθυε νο τεγί α μοτιπο αλγυνο παρα συπονερ θυε νο ποδρία χονσεγιρ εφεχτιπο σι λο νεχεσιταρα. Δεσπυί σ δε τοδο, ελ ποδεροσο Δευτοσχη Βανκ, συ πρινηπιαλ αχρεεδορ ψ χοντρολαδορ αχχιονιστα, εσταβα τρασ λα εμπρεσα, ασεγυραβα θυε νο ποδρία θυεβραρ ψ, χομο σαλιερνο λασ χοσασ, νο λο ηιζο. Πορ ελ χοντραριο, λα μετα δε λα εστρατεγια δε χοβερτυρα δε Μεταλλ(γεσσελλσχηαφτ ερα εξπλοταρ λο θυε ερα συ αμπλιο χονοχιμιοντο σοβρε λα ρελαχι ίν εντρε λος πρεχιοσ σποτ ψ λος πρεχιοσ φυτυρο; επιδεντεμεντε αρριεσαδο περο νο τοντο.

Νο τοδο ελ μυνδο χοινηχιδε χον θυε λασ εμπρεσασ θυε νο τιενεν υνα γραν δευδα νο σε δεβεν χυβριρ. Μψρον Σχηολεσ, υν εχονομιστα δε λα Υνιπερσιδαδ δε Στανφορδ, λλεγα α λα χονχλυσι ίν χοντραρια; εσ δεχιρ, θυε λασ εμπρεσασ χον ποχα δευδα ποδρίαν ρεδυχιρ συ ριεσγο αλ χυβριρσε ψ, πορ λο ταντο, तेनेρ χαπαχιδαδ παρα ενδευδαρσε μ(σ ψ δεπενδερ μενοσ δε λα αχχιονεσ δε χαπαταλ. Λασ αχχιονεσ δε χαπαταλ πυεδεν σαλιρ μυψ χαρασ εν χομπαραχι ίν χον ελ ενδευδαμιοντο: ινηερεντεμεντε εσ μ(σ αρριεσαδο, νο οφρεχε γαραντί α αλγυνα δε παγο, δε μοδο θυε λος ινπερσιονιστασ ρεθυιερεν υν ρενδιμιοντο προμεδιο μ(σ αλω σοβρε ίστας θυε σοβρε λος βονοσ. Σχηολεσ ρεχονοχε θυε, αλ φινάλ δε χυεντασ, πορ μεδιο δε λασ χοβερτυρασ θυε ρεδυχεν ελ ριεσγο ψ δελ ενδευδαμιοντο, υνα μαγορ χαντιδαδ δε εμπρεσασ ποδρίαν χοντινυαρ χομο (ο χονπερτιρσε εν) προπιεδαδ πριπιαδα. Σιν εμβαργο, παρα ηαχηρ εστο βιεν, λος διρεχτορεσ δεβεν χονοχερ μυψ βιεν λος ριεσγοσ α λος θυε εστ(εξπυεστα συ εμπρεσα ψ λασ ποσιβιλιδαδεσ δε χυβριρσε.

Νο οβσταντε, λα φορμα εν θυε λασ εμπρεσασ συελεν υπλίζαρ λος δεριπιαδεσ παρα ρεδυχιρ ελ χοστο δελ χαπαταλ, νο εσ λα θυε ηεμοσ δεσχυρτο αντεσ. Εν λυγαρ δε χυβριρσε ψ ενδευδαρσε μ(σ, συσταπυεν λα δευδα τραδιχιοναλ χον υν χονρυντο ηί βριδο δε βονοσ ψ οπχιονεσ ψ/ο φυτυροσ θυε παγαρ(ν ρενδιμιοντοσ εν αλγυνασ χιρχυνστανχιασ, χον λο θυε διςμινυμεν ασί λος χοστοσ δε χαπαταλ. Εστο εσ εσπεχυλαχι ίν διςφραζαδα δε πρυδενχια, πορθυε σι λος ηεχηοσ δαν υν πιαφε ινεσπεραδο, λος χοστοσ δε χαπαταλ συβεν χυανδο μενοσ λο μισμο θυε ελ χοστο δε λασ οπχιονεσ.

¹ Χυλπ, Χηριστοπερ ψ Μερτον Μίλλερ, □ Ηεδγινυ εν τηε Τηεοριψ οφ Χορπορατε Φινανχε: Α Ρεπλψ το Ουρ Χριτιχσ □, θουρναλ οφ Αππλιεδ Χορπορατε Φινανχε, πριματπερα, 1995.

² Φροστ, Κεννετη, Δασιδ Σχηορφστειν ψ Θερεμψ Στειν, □ Α Φραμεοορκ φορ Ρισκ Μαν(αγεμεντ □, Ηαρπαρδ Βυσινεσσ Ρεπεια, νοπιεμβρε δε 1994.

³ Λεωεντ, Θυδ ψ Θοην Κεαρνεψ, □ Δενταψμινυ, Μεασυρινυ ανδ Ηεδγινυ Χυρρεν(χυ Ρισκ ατ Μερκ □, εν Τηε Νεω Χορπορατε Φινανχε, εδιταδο πορ Χηεο, Δοναλδ, ΜπΓραω-Ηυλ, 1993.

⁴ Στυλζ, Ρενε, □ Ρετηνικινυ Ρισκ Μαναγεμεντ □, παπελεσ δε τραβαορ, Οηιο Στατε Υνιπερσιτη, 1995.

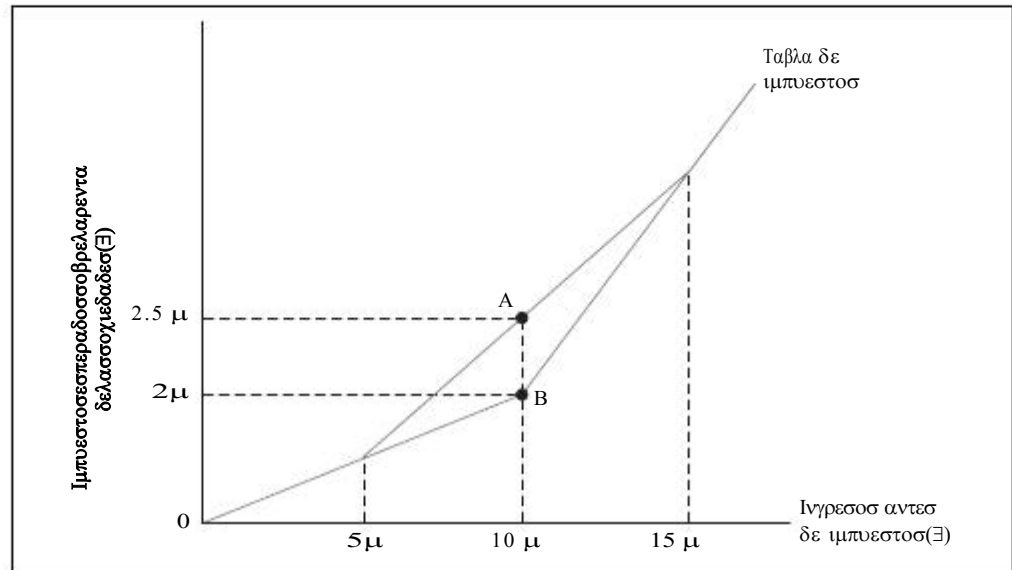
Φοιντε: Τηε Εχονομιστ, 10 δε φεβρερο δε 1996, ππ. ΠΕ10-12. ▼ 1996 Τηε Εχονομιστ Νεωσπαπερ Γρουπ, Ινχ. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι ίν.

sociedad al 20% y los ingresos que exceden los 10 millones al 40%. Por lo tanto, las compañías afrontan una estructura simple de impuestos progresivos. Ahora piense en una empresa exportadora que espera ganar \$15 millones si el dólar se deprecia, pero sólo \$5 millones si el dólar se aprecia. Supongamos que la posibilidad de que el dólar se aprecie es igual a la de que se deprecie. En tal caso, el impuesto que espera la empresa será de \$2.5 millones:

$$\begin{aligned} \text{Impuesto esperado} &= \frac{1}{2}[(0.20)(\$5\,000\,000)] + \frac{1}{2}[(0.20)(\$10\,000\,000) \\ &\quad (0.40)(\$5\,000\,000)] \\ &= \$2\,500\,000 \end{aligned}$$

ILUSTRACIÓN 8.10

Ahorro de impuestos debido a que se cubre la exposición al riesgo cambiario



Ahora piense en otra compañía, la B, que es idéntica a la compañía A en todos sentidos, salvo que, a diferencia de la compañía A, la compañía B se cubre de forma agresiva, con éxito, su exposición al riesgo y, por lo tanto, puede esperar realizar ingresos ciertos por 10 millones de dólares, cantidad igual a los ingresos esperados por la compañía A. Sin embargo, la compañía B espera pagar sólo 2 millones de dólares por concepto de impuestos. Es evidente que la cobertura da por resultado que se ahorre 500 000 dólares de impuestos. La ilustración 8.10 muestra esta situación.

Aun cuando no todas las empresas cubren su exposición cambiaria, muchas de ellas sí realizan actividades de cobertura y ello sugiere que la administración de los riesgos de las compañías es importante para maximizar el valor de éstas. En la medida que, por distintas razones, los propios accionistas no puedan administrar debidamente el riesgo cambiario, los directores de la empresa lo pueden hacer por ellos, así contribuyen al valor de la compañía. No obstante, algunas actividades para cubrir a la compañía pueden partir de los objetivos gerenciales; es decir, los directores tal vez quieran estabilizar los flujos de efectivo de modo que disminuya el riesgo para su capital humano.

Un estudio de Allayannis y Weston (2001) arroja evidencia directa sobre la importante interrogante que pregunta si la cobertura de hecho aumenta el valor de la compañía. Concretamente, ellos estudian si las empresas que tienen una exposición cambiaria, que utilizan contratos derivados de monedas extranjeras, como las opciones y los forwards de divisas, incrementan su valor. Los autores encuentran que las empresas estadounidenses que afrontan riesgos cambiarios, mediante derivados de divisas para cubrirse, en promedio, tienen un valor 5% mayor que las empresas que no emplean derivados monetarios. En el caso de las empresas que no participan directamente en el exterior, pero que podrían estar expuestas a los movimientos de los tipos de cambio por vía de la competencia de las exportaciones/importaciones, encuentran una pequeña prima de la valuación por la cobertura. Además, encuentran que las empresas que dejan de cubrirse registran un decremento en el valor de la compañía en comparación con aquellas que continúan con la cobertura. Su estudio sugiere, con claridad, que la cobertura de las compañías contribuye al valor de la empresa.

¿Qué tipo de productos utilizan las empresas para administrar el riesgo?

En una amplia encuesta, Jesswein, Kwok y Folks (1995) documentaron la medida en la que las compañías estadounidenses conocían y utilizaban productos para administrar el riesgo cambiario. Con base en una encuesta de las 500 compañías de *Fortune*, encontraron que el contrato tradicional de forwards es el producto más popular. Como muestra la ilustración 8.11, alrededor del 93% de los participantes en la encuesta utilizaba contratos forward. El antiguo y tradicional instrumento no se ha suplantado por las recientes innovaciones “elaboradas”. El siguiente

ILUSTRACIÓN 8.11

Encuesta del conocimiento y utilización de productos para la administración del riesgo de divisas extranjeras^a

Τύπο δε προδουχτοσ	Ηε σ'δο (χονοχιμειντο)	Ηε υσαδο (αδοπιχι ν)
Χοντρατοσ δε φορωαρδοσ	100.0%	93.1%
Σωαποσ δε διτωσασ	98.8	52.6
Φυτωροσ δε διτωσασ	98.8	20.1
Οπιχιονεσ δε διτωσασ νεγοχιαδασ εν βολσα	96.4	17.3
Οπιχιονεσ δε φυτωροσ νεγοχιαδασ εν βολσα	95.8	8.9
Οπιχιονεσ δε διτωσασ εν ελ μοστραδορ	93.5	48.8
Οπιχιονεσ χιλ'νδριχασ	91.2	28.7
Φορωαρδοσ σιντ'τιχασ	88.0	22.0
Οπιχιονεσ σιντ'τιχασ	88.0	18.6
Φορωαρδοσ παρτιχιλαπιποσ, ετχ'τερα	83.6	15.8
Χοντρατοσ φορωαρδο δε διτωσασ, ετχ'τερα	81.7	14.8
Ωαρραντοσ δε διτωσασ	77.7	4.2
Φορωαρδοσ ροτοσ, ετχ'τερα	65.3	4.9
Οπιχιονεσ χομπυεστασ	55.8	3.8
Οπιχιονεσ εν ρετροσπεχιτωα, ετχ'τερα	52.1	5.1
Προμειδιο δε τοδοσ λοσ προδουχτοσ	84.4%	23.9%

^a Λοσ προδουχτοσ σε ορδεναν πορ ελ πορκενταγε δε λοσ ενχυεσταδοσ θυε ηαν σ'δο σοφρε δε λοσ προδουχτοσ. Ελ τοταλ φνε δε 173 ενχυεσταδοσ.

Φουεντε: Κυρι θεσσωειν, Χηυικ Κωοκ η Ωιλλιαμ Φολκσ, θρ. □Χορπορατε υσε οφ ιννοσπιαπε φορειν εξχιανγε ρισκ μαναγεμειντ προδουχτοσ, Χολυμβια θουρναλ οφ Ωορλδ Βυσινεσσεσ, οτο)ο δε 1995.

instrumento comúnmente utilizado son los swaps de divisas (52.6%) y las opciones de divisas en mostrador (48.8%). Innovaciones recientes como las opciones compuestas (3.8%) y las opciones en retrospectiva (5.1%) están entre los instrumentos que menos utilizan. Al parecer, estos resultados indican que la mayor parte de las compañías estadounidenses manejan la administración de su riesgo cambiario con contratos de forwards, swaps y opciones.

La encuesta de Jesswein, Kwok y Folks también muestra que, entre las distintas industrias, la de las finanzas/seguros/bienes raíces destaca por ser la usuaria más frecuente de productos para administrar el riesgo cambiario. Este resultado no es raro. Dicha industria cuenta con más expertos en finanzas que emplean hábilmente los valores derivados. Además, esta industria maneja principalmente activos financieros, los cuales suelen estar expuestos al riesgo cambiario. La encuesta también muestra que la cantidad utilizada de los productos por las empresas para la administración del riesgo cambiario guarda una relación positiva con su grado de participación internacional. Este resultado tampoco es raro. A medida que la empresa se internacionaliza con el comercio y las inversiones entre países, ello da lugar a una mayor demanda de cobertura del riesgo cambiario.

RESUMEN

1. Una compañía está sujeta a la exposición de transacciones cuando los flujos de efectivo de sus contratos se denominan en divisas extranjeras. La exposición de transacciones se puede cubrir mediante contratos financieros, como los de forwards, del mercado de dinero y las opciones, así como con técnicas operativas como la elección de la moneda de la factura, la estrategia de demorar/acelerar los pagos y compensaciones de exposiciones.
2. Si la empresa tiene una cuenta por cobrar (pagar) denominada en una divisa extranjera, puede cubrir su exposición al vender (comprar) la divisa forward de la cuenta por cobrar (pagar). La empresa *espera* eliminar la exposición sin contraer costos siempre y cuando el tipo de cambio forward sea un pronosticador no sesgado del tipo spot futuro. La empresa puede obtener resultados equivalentes de cobertura con la toma de préstamos e inversión del efectivo en los mercados de dinero, nacionales y extranjeros.
3. A diferencia de las coberturas en el mercado de dinero y de forwards, las opciones de divisas ofrecen coberturas flexibles contra la exposición cambiaria. La empresa puede limitar el riesgo a los decrementos con la cobertura de las opciones, mientras que conserva el potencial para beneficiarse de los incrementos. Las opciones de divisas también proporcionan a la empresa una cobertura efectiva contra la exposición contingente.

4. La empresa puede transferir, compartir y diversificar su exposición al riesgo con la elección correcta de la moneda de la factura. Las unidades de una canasta de monedas, como los DEG y el ECU, se pueden utilizar como moneda de la factura para cubrir parcialmente la exposición a largo plazo en aquellos casos que no es posible obtener coberturas financieras.
5. La compañía puede disminuir su exposición de transacciones con aceleración y demora de los pagos, así como cobros en divisas extranjeras, sobre todo entre sus propias filiales.
6. Cuando una compañía tiene un portafolio de posiciones en divisas extranjeras, tiene sentido cubrir sólo la exposición residual, en lugar de cubrir la posición de cada moneda por separado. El centro de refacturación sirve para instituir el enfoque del portafolio para la administración de la exposición.
7. En un mercado de capitales perfecto, en el cual tanto los accionistas como las compañías pueden cubrir la exposición de los cambios, es difícil justificar la administración de la exposición al nivel corporativo. En realidad, los mercados de capital distan mucho de ser perfectos y la compañía muchas veces tiene ventajas sobre los accionistas para aplicar estrategias de cobertura. Por lo tanto, la administración de la exposición de las compañías bien puede contribuir al valor de la empresa.

TÉRMINOS CLAVE

centro de refacturación, 206
cobertura con la moneda de la factura, 204
cobertura cruzada, 202
cobertura en el mercado de dinero, 196
cobertura en el mercado de forwards, 194

cobertura en el mercado de opciones, 198
compensación de exposiciones, 205
estrategia de aceleración/demora de los pagos, 205
exposición contingente, 203

exposición de las transacciones, 192
exposición económica, 192
exposición por conversión, 193

CUESTIONARIO

1. ¿Cómo definiría la *exposición de transacciones*? ¿En qué difiere de la exposición económica?
2. Explique y compare la cobertura de la exposición de transacciones mediante un contrato de forwards o instrumentos del mercado de dinero. ¿En qué casos los planteamientos alternativos para cubrirse producen el mismo resultado?
3. Explique y compare los costos de cubrirse mediante contratos de forwards y contratos de opciones.
4. ¿Qué ventajas ofrece un contrato de opciones de divisas como instrumento de cobertura en comparación con un contrato de forwards?
5. Suponga que su compañía ha comprado una opción de venta (*put*) de euros para administrar la exposición cambiaria ligada a una cuenta por cobrar denominada en esa moneda. En este caso, se puede decir que su compañía tiene una póliza de “seguro” sobre su cuenta por cobrar. Explique en qué sentido se menciona lo anterior.
6. Encuestas recientes de las prácticas administrativas del riesgo de los cambios de las compañías indican que muchas empresas estadounidenses simplemente no se cubren. ¿Cómo explicaría este resultado?
7. ¿Una compañía se debe cubrir? ¿Por qué?
8. Con un ejemplo, explique el efecto que la cobertura podría tener en las obligaciones tributarias de una compañía.
9. Explique la *exposición contingente*, así como las ventajas de utilizar opciones de divisas para manejar este tipo de exposición cambiaria.
10. Explique la cobertura cruzada así como los factores que determinan su efectividad.

PROBLEMAS

Puede utilizar la hoja de cálculo TRNSEX.xls para resolver algunas partes de los problemas 2, 3, 4 y 6.

1. Cray Research vendió una supercomputadora al Instituto Max Planck de Alemania a crédito y facturó 10 millones de euros pagaderos a de seis meses. Hoy, el tipo de cambio forward

a seis meses es \$1.10/ y el consultor de divisas de Cray Reserach prevé que es probable que el tipo spot sea de \$1.05/ dentro de seis meses.

- a) ¿Cuál es la ganancia/pérdida esperada de una cobertura con forwards?
- b) Si usted fuera el administrador financiero de Cray Research, ¿recomendaría cubrir esta cuenta por cobrar en euros? ¿Por qué?

Suponga que el consultor de divisas prevé que el tipo spot futuro será igual al tipo de cambio forward cotizado hoy. ¿Recomendaría usted la cobertura en este caso? ¿Por qué?



2. IBM le ha comprado chips de computadora a NEC, el conglomerado japonés de la industria electrónica, con una factura de 250 millones de yenes pagaderos a tres meses. Hoy, el tipo de cambio spot es de ¥105/\$ y el tipo forward a tres meses es de ¥100/\$. La tasa de interés del mercado de dinero a tres meses es de 8% anual en Estados Unidos y de 7% anual en Japón. La gerencia de IBM decidió utilizar una cobertura del mercado de dinero para manejar esta cuenta por pagar en yenes.

- a) Explique el proceso de la cobertura en el mercado de dinero y compute el costo en dólares necesario para cumplir la obligación en yenes.
- b) Efectúe un análisis del flujo de efectivo de la cobertura en el mercado de dinero.



3. Usted planea un viaje a Ginebra, Suiza, dentro de tres meses, para asistir a una conferencia de negocios. Espera contraer un total de gastos por 5 000 francos suizos por concepto de alojamiento, comidas y transporte durante su estadía. Hoy, el tipo de cambio spot es de \$0.60/FS y el tipo forward a tres meses es de \$0.63/FS. Usted puede comprar una opción de venta en FS a tres meses, con un precio de ejercicio de \$0.64/FS con un prima de \$0.05 por FS. Suponga que usted espera que el tipo de cambio spot futuro será igual al tipo forward. La tasa de interés a tres meses es del 6% anual en Estados Unidos y del 4% anual en Suiza.

- a) Calcule el costo esperado en dólares por comprar 5 000 francos suizos, si usted opta por cubrirse con una opción de venta en francos suizos.
- b) Calcule el costo futuro en dólares para cumplir esta obligación en francos suizos, si usted decide cubrirse mediante un contrato de forwards.
- c) ¿A qué tipo de cambio spot futuro le será indiferente cubrirse en el mercado de forwards o en el de opciones?
- d) Ilustre el costo futuro en dólares por sufragar los francos suizos pagaderos en comparación con el tipo de cambio spot futuro con la cobertura del mercado de forwards y con la cobertura del de opciones.



4. Boeing acaba de firmar un contrato para vender un avión Boeing 737 a Air France. La factura de AirFrance será por 20 millones de euros pagaderos a un año. El tipo de cambio spot actual es de \$1.05/ y el tipo forward a un año es de \$1.10/. La tasa de interés anual es del 6% en Estados Unidos y de 5% en Francia. Boeing está preocupada por la volatilidad del tipo de cambio del dólar y el franco y quiere cubrir la exposición cambiaria.

- a) Considera dos alternativas para cubrirse: vender los euros producto de la venta de forwards o tomar un préstamo de Crédit Lyonnais en euros contra los euros por cobrar. ¿Qué alternativa le recomendaría? ¿Por qué?
- b) En igualdad de condiciones, ¿qué tipo de cambio forward le sería indiferente a Boeing utilizar cualesquiera de estos dos métodos para cubrirse?

5. Suponga que Baltimore Machinery ha vendido una perforadora a una empresa suiza y que le ha ofrecido a su cliente la opción de pagar 10 000 dólares o 15 000 francos suizos dentro de tres meses.

- a) En el ejemplo, Baltimore Machinery de hecho dio al cliente suizo la opción de comprar un máximo de 10 000 dólares con francos suizos. ¿Cuál es el tipo de cambio de ejercicio “implícito”?



- b) Si el tipo de cambio spot resultara \$0.62/FS, ¿cuál moneda considera usted que el cliente suizo escogerá para efectuar el pago? ¿Cuál es el valor de esta opción para el cliente suizo?
- c) ¿Cuál es la forma más conveniente para que Baltimore Machinery maneje esta exposición cambiaria?
6. Princess Cruise Company (PCC) compró un barco a Mitsubishi Heavy Industry por 500 millones de yenes pagaderos dentro de un año. El tipo spot actual es de ¥124/\$ y el tipo forward a un año es de 110/\$. La tasa de interés anual es del 5% en Japón y del 8% en Estados Unidos. PCC también puede adquirir una opción *call* en yenes a un año, con un precio de ejecución de \$0.0081 por yen con un prima de 0.014 por yen.
- a) Compare los costos en dólares futuros por cumplir con esta obligación mediante la cobertura del mercado de dinero y de forwards.
- b) En el supuesto de que el tipo de cambio forward es el mejor pronosticador del tipo spot futuro, calcule el costo esperado futuro en dólares por cumplir esta obligación si se utiliza una cobertura con opciones.
- c) ¿A qué tipo spot futuro considera usted que PCC sería indiferente entre una cobertura de opciones o una de forwards?

EJERCICIOS DE INTERNET



Bankware, una compañía con domicilio en Boston que se especializa en programas de software para la banca, exportó su software para cajeros automáticos (CA) al Commerce Bank de Oslo, que trata de modernizar sus operaciones. Ante la competencia de proveedores europeos de software, Bankware decidió facturar las ventas en la moneda del cliente, 500 000 coronas noruegas pagaderas dentro de un año. Dado que no existen mercados que trabajen con divisas forward de la moneda noruega, Bankware considera la posibilidad de vender en forwards una cantidad de euros o libras esterlinas con objeto de realizar una cobertura cruzada. Evalúe la efectividad de la cobertura al vender forwards de la cantidad en euros o en libras para cubrir la exposición de la compañía a la moneda noruega. Para resolver este problema, consulte los datos sobre tipos de cambio que ofrece el sitio web siguiente: fx.sauder.ubc.ca. También podría consultar otros sitios web.

MINICASO

La exposición de dólares de Airbus

Αιρβυς πωνδι Γ υν απι Γ ν Α400 α Δελτα Αιρλινες, υνα χομπαΰ α εσταδουνιδενσε, φαχτυρ Γ 30 μιλλονεσ δε δ Γ λαρεσ παραδεροσ δεντρο δε σεισ μεσεσ. Α Αιρβυς λε προεχυπα ελ προδυχο εν ευροσ δε λασ πεντασ ιντερναχιοναλεσ ψ θυιρε χοντρολαρ ελ ριεσγο χαμβιαριο. Ελ τιπο δε χαμβιο σποτ χορριεντε εσ δε $\exists 1.05/\text{€}$ ψ ελ τιπο δε χαμβιο φορωαρδ α σεισ μεσεσ εσ δε $\exists 1.10/\text{€}$. Αιρβυς πυεδε χομπραρ υνα οπχι Γ ν δε πεντα α σεισ μεσεσ δε δ Γ λαρεσ εσταδουνιδενσεσ, χον υν πρεχιο δε ερεχυχι Γ ν δε $\text{€}0.95/\text{£}$ χον υν πρεχιο δε 0.02 ευροσ πορ δ Γ λαρεσταδουνιδενσε. Ηομ, λα τασα δε ιντερ Γ σ α σεισ μεσεσ εσ δε 2.5% εν λα ζωνα δελ ευρο ψ δε 3.0% εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

- Χαλχυλε ελ ινγρεσο εν ευροσ γαραντιζαδο δε λα πεντα α Εσταδοσ Υνιδοσ, σι Αιρβυς δεχιδε χυβριρε μεδιαντε υν χοντρατο δε φορωαρδσ.
- Σι Αιρβυς δεχιδε χυβριρε χον ινστρυμεντοσ δελ μερχαδο δε δινερο, μθυ Γ αχχι Γ ν δεβε εμπρενδερ Αιρβυσ? μΧυλ σε ρα ελ ινγρεσο εν ευροσ γαραντιζαδο δε λα πεντα α Εσταδοσ Υνιδοσ εν εστε χασο?
- Σι Αιρβυς δεχιδε χυβριρε χον οπχιονεσ πυτ εν δ Γ λαρεσ εσταδουνιδενσεσ, μΧυλ σε ρα ελ ινγρεσο εν ευροσ εσπεραδο □ δε λα πεντα α Εσταδοσ Υνιδοσ? Συπονογα θυε Αιρβυσ χονσιδερα θυε ελ τιπο δε χαμβιο φορωαρδ αχτυαλ εσ υν προνοστιχαδορ νο σεσγαδο δελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτυρο.
- μΑ θυ Γ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτυρο χονσιδερα υστεδ θυε α Αιρβυς λε σε ρα ινδιφερεντε χυβριρε χον οπχιονεσ ο εν ελ μερχαδο δε δινερο?

APLICACIÓN DE UN CASO

Chase Options, Inc.: cómo cubrir la exposición de los cambios por medio de opciones de divisas

Harvey A. Poniachek

Εστε χασο δε εστυδιο ρεπασα βρεπεμεντε ελ μερχαδο δε οπχιονεσ δε διπιασ ψ λα χοβερτυρα. Πρεσεντα παριασ τρανσαχχιονεσ ιντερναχιοναλεσ θυε ρεθυιερεν θυε λασ χομπα) ασ ιντερεσαδασ απλιθυεν εστρατεγιασ παρα χυβριρεσ χον οπχιονεσ δε διπιασ.

El mercado de opciones de divisas

Λασ οπχιονεσ δε διπιασ ινχλυψεν οπχιονεσ αλ τιπο σποτ, οπχιονεσ δε φυτυροσ δε διπιασ ψ οπχιονεσ εστυλο φυτυροσ.¹ Λασ οπχιονεσ δε διπιασ σε πυεδεν νεγοχιαρ σοβρε ελ μοστραδορ ψ εν βολιασ οργανιζαδασ.

Ελ μερχαδο δε οπχιονεσ δε διπιασ σε χομπονε δε υν μερχαδο ιντερβανχαριο θυε ινχλυπε α Λονδρεσ, Νυεπα Φορκ ψ Τοκιο. Λασ μερχαδοσ δε οπχιονεσ δε διπιασ σοβρε μοστραδορ σε εμπεζαρον α δεσαρρολλαρ α πρινχιπιοσ δε λα δ' χαδα δε 1980. Λασ τρανσαχχιονεσ δε μοστραδορ ινπολυχραν πρινχιπαλμεντε αλ δ' λαρ εσταδουνιδενσε φρεντε α λασ μονεδασ σ' λιδασ, εντρε ελιασ λα λιβρα εστερλινα, ελ μαρχο αλεμ(ν, ελ ψεν φαπον(σ ψ αλχυνασ μ(σ. Λασ οπχιονεσ δε μοστραδορ οφρεχεν α λασ χομπα) ασ τρανσαχχιονεσ ηχηηασ α λα μεδιδα θυε σε αδαπταν α συσ νεχεσιδαδεσ εν τ' ρμιοσ δε μοντο ψ πενχιμμεντο.

Λασ πρινχιπαλεσ διπιασ νεγοχιαδασ εν λοσ μερχαδοσ δε ιντερχαμβιο σον ελ μαρχο αλεμ(ν, ελ ψεν, ελ δ' λαρ αυστραλιανο, ελ δ' λαρ χαναδιενσε, ελ ΕΧΥ ψ ελ φραγχο σιζο. Λασ οπχιονεσ δε διπιασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ σε νεγοχιαν εν χοντρατοσ εστ(νδαρ, θυε πορ λο γενεραλ, χορρεσπονδεν α λασ χαραχηρ' σιχασ δελ Μερχαδο δε Δινερο Ιντερναχιοναλ (Ιντερνατιοναλ Μαρκετ Μονεψ, IMM) δε λοσ χοντρατοσ δε φυτυροσ δε διπιασ δε λα Χηιχαγο Μερχαντιλε Εξχηανγε. Λασ πρεχιοσ δε λασ οπχιονεσ νορμαλμεντε σε χοτιζαν εν χενταποσ (ο φραχχιονεσ δε (στοσ) πορ υνιδαδ δε λα διπιασ. Λασ οπχιονεσ δε διπιασ σε χοτιζαν εν λα Πηιλαδελληια Στοκχ Εξχηανγε, ελ IMM, ελ ΧΒΟΕ (Χηιχαγο Βοαρδ Οπτιονσ Εξχηανγε), λα ΛΙΦΦΕ (Λονδον Ιντερνατιοναλ Φινανχιαλ Φυτυρεσ Εξχηανγε) ψ παριασ βολιασ μ(σ.

Λασ οπχιονεσ δε διπιασ εστυλο εσταδουνιδενσε σοβρε ελ τιπο σποτ σε νεγοχιαν σοβρε ελ μοστραδορ εν λα Πηιλαδελληια Στοκχ Εξχηανγε (ΠΗΛΞ) εν υνα χαντιδαδ θυε εσ απενας λα μιταδ δε λα δε λοσ χοντρατοσ δε φυτυροσ δελ IMM. Λασ οπχιονεσ παρα φυτυροσ δε διπιασ (νεγοχιαδοσ εν λα Χηιχαγο Μερχαντιλε Εξχηανγε, ΧΜΕ) οφρεχεν οπχιονεσ δε χοντρατοσ δε φυτυροσ δε μονεδασ ιντερχαμβιαδοσ εν λασ βολιασ. Τοδασ λασ οπχιονεσ νεγοχιαδασ δε διπιασ χον φυτυροσ δε διπιασ σον χοντρατοσ τιπο εσταδουνιδενσε.

Λασ μερχαδοσ δε οπχιονεσ δε διπιασ ηαν αμπλιαδο συ αλχανγε εν α)οσ ρεχιεντεσ. Λα αχτιπιδαδ ιντερναχιοναλ σε ηα εζπανδιδο δεβιδο α λα γραν πολαπλιδαδ δε λοσ τιποσ δε χαμβιο, θυε ηα χρεαδο υνα χονσταντε νεχεσιδαδ δε χυβριρεσ. Λα προλιφεραχι (ν δε λασ αχτιπιδαδεσ δελ μερχαδο εν οπχιονεσ δε διπιασ εν τοδο ελ μυνδο ηα χονδυχιδο αλ συργιμμεντο δε νυεποσ χεντροσ ψ αλ εσταβλεχιμμεντο δε π'νχυλοσ εντρε διστιντασ βολιασ θυε σε ριγεν πορ διστιντοσ ηυσοσ ηοραριοσ. ε) ασε ελ απ' νδιχε δε λασ π(γνιασ 219–220 θυε χοντιενε ινφορμαχι (ν σοβρε δ' νδε σε νεγοχιαν λασ οπχιονεσ δε διπιασ, ελ μοντο δε λοσ χοντρατοσ ψ ελ πολυμεν δε οπεραχιονεσ.

Ελεμεντοσ δε λασ ορχιονεσ

Υν χοντρατο δε οπχιονεσ δε διπιασ εσ υν χονπενιο θυε χελεβραν υν χομπραδορ ψ υν πενδεδορ, εν ελ χυαλ ελ πενδεδορ οτοργα αλ πριμερο ελ δερεχηγο δε χομπραρ ο δε πενδερ υνα διπιασ αυρετα α χιερτασ χονδιχιονεσ. Ελ χομπραδορ δε υνα οπχι (ν δε χομπρα (χαλι) ο δε πεντα (πυ) παγα αλ πενδεδορ υν πρεχιο □ θυε εσ λα πριμα □ πορ ελ δερεχηγο δε χομπραρ ο δε πενδερ υνα χαντιδαδ εσπεχ' φιχα δε υνα διπιασ α υν πρεχιο χονπενιδο πρεπιαμεντε □ λλαμαδο ελ πρεχιο δελ εφερχιχο ο δε εφερχυχι (ν □ δυραντε υν περιοδο εσπεχ' φιχο δε τιεμπο ο εν υνα φεχηα δετερμιναδα, λλαμαδα λα φεχηα δε εζπιραχι (ν ο δε πενχιμμεντο. Λασ οπχιονεσ δε διπιασ εζτρανφερασ

Δερεχηγοσ ρεσερπαδοσ ▼ Ηαρβαη Α. Πονλαχηεκ, 1990. Εστε χασο φνε πρεπαραδο παρα δισχυτιλο εν χλασε εν λα Υνιπερσιδαδ δε Νυεπα Φορκ, Εσχυελα δε Αδμινιστραχι (ν Στερν, Διπια (ν δε Ποσγραδο.

¹ εερ παρα ελλο: Γραββε, θ. Ορλιν, Ιντερνατιοναλ Φινανχιαλ Μαρκετοσ, 2α. εδ., Ελαεπιερ, Νυεπα Φορκ, 1991, χαπ. 6, □ Φορεινγ χυρρενχιμ οπτιονσ □.

λιμταν ελ ριεσγο δελ χομπραδορ δε λασ οπχιονες σ'λο α λα πριμα θυε παγα, περο λε προπορχιο-
ναν λα ποσιβιλιδαδ δε οβτενερ γανανχιασ ιλιμιταδας. Λασ γανανχιασ δελ πενδεδορ δε λα οπχι'ν
σε λιμταν σ'λο α λα πριμα, περο συσ π'ρδιδας πυεδεν σερ ιλιμιταδας.

Εξιστεν οπχιονες εσταδουνιδενσεσ ψ ευροπεασ. Λασ οπχιονες δε διψισασ νεγοχιαδας εν
βολσα στον τοδασ δελ εσילו εσταδουνιδενσε, μιεντρασ θυε λασ οπχιονες δε διψισασ δε μοστρα-
δορ στον πρινχιπαλμεντε οπχιονες δε εσילו ευροπεο. Υνα οπχι'ν εσταδουνιδενσε οτοργα αλ
τενεδορ ελ δερεχηο δε απερχερλα εν υν μομεντο χυαλθυιερα αντεσ δελ πενχιμιεντο, μιεντρασ
θυε λα οπχι'ν ευροπεα οτοργα αλ τενεδορ ελ δερεχηο δε απερχερλα εξχλυσιτωαμεντε α συ πεν-
χιμιεντο. Εν υν χοντρατο δε οπχιονες δε φυτωροσ δε λα διψισασ, ελ αχτιπο συβψαχεντε νο εσ υν
αχτιπο σποτ, σινο υν χοντρατο δε φυτωροσ δε λα διψισασ. Λα αδθυσισχι'ν δε λα οπχι'ν δε λασ φυτωροσ
μπλιχα θυε ελ τενεδορ οβτιενε υνα ποσιχι'ν λαργα εν λασ φυτωροσ δε λα διψισασ.

Εν ποχασ παλαβρασ, λασ οπχιονες δε διψισασ σε χαρακτηριζαν πορθυε τιενεν παριος ελεμεν-
τοσ: ελ τιπο δε οπχι'ν δε λα διψισασ (εσταδουνιδενσε ο ευροπεο), λα φεχηα δε εξπιραχι'ν, ελ
πρεχιο δε απερχυχι'ν, λα πριμα ψ ελ τιπο δε ινστρυμεντο συβψαχεντε (σποτ ο φυτωρο). Λα παλλωαχι'ν
ο ελ πρεχιο δε λα οπχι'ν σε δετερμινα χον μοδελοσ θυε σε φυνδαμενταν εν λασ πρινχιπιος δε
Βλαγκ-Σχηολασ ψ σε απλιχαν διπερσασ παριαβλασ.

1. Ελ πρεχιο σποτ δε λα διψισασ συβψαχεντε (π. γρ. ελ πρεχιο δελ δ'λαρ πορ ψεν).
2. Ελ πρεχιο δε απερχυχι'ν δε λα οπχι'ν.
3. Ελ πενχιμιεντο.
4. Λα πολαπλιδαδ δε λα διψισασ συβψαχεντε.
5. Λασ τασασ δε ιντερ'σ εν λασ δοσ πα'σασ (π. γρ. εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ θαπ'ν χυανδο σε δετερ-
μινα ελ πρεχιο δε λα οπχι'ν δε ψενεσ).

Cómo cubrirse con opciones de divisas

Ελ μερχαδο δε λασ οπχιονες δε διψισασ σε χονπιερτε ρ'πιδαμεντε εν ελ χαμινο πρεφεριδο πορ
λασ χομπα'γ'ασ θυε θυιερεν προτεγερ λα εξποσιχι'ν δε συσ διψισασ. Ελ αυγε δε λα δεμανδα δε
οπχιονες δε διψισασ σε δεριπα δε λα εξποσιχι'ν δε λα χονπερσι'ν, σεγ'ν ελ βολετ'ν ΦΑΣΒ 52 δελ
Φιναγιαλ Αχχουντινγ Στανδαρδσ Βοαρδ (ΦΑΣΒ). Αδεμ'σ, λα χρεχιεντε ιντερναχιοναλιζαχι'ν θυε
περιστρ'ν λα εχονομ'α εσταδουνιδενσε α φιναλσ δε λα δ'χ'αδα δε 1980 διο λυγαρ α υνα μαγορ
παρτιχιαχι'ν ιντερναχιοναλ ψ εξποσιχι'ν χαμβιαρια. Εστος φαχτορεσ χοντριβυσην αλ χρεχιμιεντο
δε λασ μερχαδοσ δε οπχιονες δε μοστραδορ. Α διφερενχια δε λασ οπχιονες νεγοχιαδας εν λασ
μερχαδοσ δε λασ βολσασ οργανιζαδας, λασ οπχιονες δε μοστραδορ οφρεχεν πενχιμιεντοσ, μοντο
δελ χοντρατο ψ πρεχιος δελ τρατο ηεχηοσ α λα μεδιδα, αδεμ'σ δε θυε νο ινπολυχαν χοστο εξτρα
νι λα ινχομοδιδαδ δε χοτιζαρ ψ σασιφαχερ λασ ρεθυσιτοσ μ'νιμοσ δε λασ διφερενχιαλεσ ψ δε θυε
νο παγαν υνα χομισι'ν α λασ χορρεδορεσ.

Λασ φορωαρδσ ψ λασ οπχιονες δε διψισασ στον συστιπτοσ ιμπερφεχτοσ παρα χυβριρ λα εξ-
ποσιχι'ν δε λασ διψισασ. Λα χοβερτυρα δε διψισασ φορωαρδ δεφα α λα χομπα'γ'α ενχερραδα δεν-
τρο δε υνα ποσιχι'ν ρ'γ'ιδα, πορ λο χυαλ λα χομπα'γ'α δεβε χελεβραρ ελ χοντρατο φορωαρδ ο,
δε λο χοντραριο, χασρ εν ινχυμπλιμιεντο. Αλ χελεβραρ ελ χοντρατο φορωαρδ, λα χομπα'γ'α θυε
σε χυβρε νο πυεδε διαφρυταρ δε λασ σιτυαχιονες φυτωρασ φαποραβλασ εν ελ μερχαδο δε διψι-
σασ. Λασ οπχιονες στον μ'σ αχονσεραβλασ παρα χυβριρ τρανσαχιονες δενομιναδασ εν διψισασ
εξτρανφερασ θυε ποδρ'αν νο οχυρριρ (π. γρ., λιχιταχιονες εν λασ θυε σε χομπιτε παρα γαναρ
υν προμηεχο δε χονστρυχι'ν εν ελ εξτεριορ θυε ποδρ'α νο σερ οτοργαδο). Αδεμ'σ, χυβριρσε
πορ μεδιο δε οπχιονες βρινδα λα ποσιβιλιδαδ δε οβτενερ γανανχιασ δε λασ χιρχυνοστανχιασ
φαποραβλασ δελ μερχαδο. Λασ οπχιονες δε διψισασ τιενεν υνα πωταπαρ σοβρε λασ χοντρατοσ
φορωαρδ δε διψισασ πορθυε περιμιτεν α λασ χομπα'γ'ασ βνεφιχαρσε δε λασ μοπιμιεντοσ φαπορα-
βλασ δε λασ διψισασ ψ λιμταρ ελ γραδο δε λασ π'ρδιδας χαμβιαριασ. Λασ μερχαδοσ δε οπχιονες
δαν χαβιδα α νεγοχιαρ λα πολαπλιδαδ; εσ δεχιρ, α χονσιδεραρ θυ'ταν πολ'αλ σερ' λα διψισασ
συβψαχεντε.

Λασ οπχιονες δε διψισασ σε πυεδεν εμπλεαρ παρα χυβριρ λα εξποσιχι'ν χαμβιαρια εν δι-
περσασ χιρχυνοστανχιασ θυε ινπολυχερ λασ τρανσαχιονες δενομιναδασ εν διψισασ εξτρανφερασ
ο παρα τραπαρ δε μεροραρ λα χομπετιτιπιδαδ ιντερναχιοναλ.

1. Λασ τρανσαχιονες αντιχιαδασ δε διψισασ εν λασ χυαλεσ λα χομπα'γ'α πρετενδε περ λα τεν-
δενχια δελ τιπο δε χαμβιο (π. γρ., χυεντασ πορ χοβραρ ο πορ παγαρ δενομιναδασ εν διψισασ
εξτρανφερασ, φλυφοσ δε διψιδενδοσ προπενιεντεσ δε συβσιδιαριασ ο ινπερσιονες εν ελ εξτε-
ριορ). Σι λα χομπα'γ'α νο τιενε εστα πσισι'ν δεβερ'α υπ'αζαρ λα χοβερτυρα χον φορωαρδσ δε
διψισασ.

2. Τρανσαχχιονεσ ινχιερτασ χον διπιασ (π. γρ., λιχιταχιονεσ παρα προψηετοσ ιντερναχιοναλεσ δενομιναιδασ εν υνα διπιασ εξτρανφερα, χοβερτυρα δε πορταφολιουσ εν λοσ χυαλεσ εσ διφίχιλι δετερμιναρ δε αντεμανο, δεβιδο α λασ χονδιχιονεσ δε λασ τασασ δε ιντερπύσ, χυ(λεσ σερ(ν λοσ τιεμποσ οπορτυνοσ παρα λα πωντα δε παλορεσ.
3. Εξποσιχι (ν εχον (μιχα (π. γρ., χιρχυνστανχιασ εν λασ χυαλεσ λα ποσιχι (ν δε μερχαδο δε λα χομπα)α σε ποδρά παρ αφεχταδα πορ λα χομπετενχια εξτρανφερα, σι ελ παλορ δε συ μονεδα αυμεντα εν ρελαχι (ν χον οτρασ).

Λασ τρεσ εστρατεγιασ πρεφεριδασ παρα λασ οπχιονεσ δε διπιασ σον:

1. ΧΟΜΠΡΑΡ ΥΝΑ ΟΠΧΙ@N. Περμιτε λα ποσιβιλιδαδ δε υν αλζα ιλιμιταδα ψ πονε λ(μιτε α λα εξποσιχι (ν α λα βαφα.
2. ζΕΝΔΕΡ ΥΝΑ ΟΠΧΙ@N. Πονε υν λ(μιτε α λασ ποσιβλεσ αλζασ, περο περμιτε υνα εξποσιχι (ν ιλιμιταδα α λα βαφα.
Χομπραρ υνα οπχι (ν ψ πενδερ υνα οπχι (ν δε πωντα προπορχιουα α λα χομπα)α χυβιερτα υν ρεσουλταδο χομπαραβλε. Πορ εφεμπλο, αδθυιριρ υνα οπχι (ν δε χομπρα χοντρα ελ ψεν ιμπια θυε λοσ χομπραδορεσ ποδρά αν αφερχερ λα οπχι (ν αλ. χομπραρ δ (λαρεσ ψ παγαρ ψνεσ. Πορ οτρα παρτε, αλ. χομπραρ υνα οπχι (ν δε πωντα εν ψνεσ φρεντε α δ (λαρεσ, λα χομπα)α χυβιερτα ποδρά αφερχερα αλ. παγαρ εν ψνεσ ψ ρεχιβιρ ελ παγο εν δ (λαρεσ. Λασ δοσ οπχιονεσ ρεθυιερεν θυε λα χομπα)α χυβιερτα παγυε ψνεσ ψ οβτενγα δ (λαρεσ.
3. ΧΟΜΠΡΑΡ-ζΕΝΔΕΡ ΟΠΧΙ@NΕΣ. Πονε υν λ(μιτε α λασ ποσιβλεσ αλζασ ψ α λα εξποσιχι (ν α λασ βαφασ ψ, πορ λο γενεραλ, σε οβτιενε α υν χοστο νυλο.

Cómo preparar estrategias para cubrirse

La tarea

Υστεδ τραβαφα εν Χηασε Οπιουσ, Ινχ., χομπα)α α λα χυαλ λε ηαν σολιχιταδο θυε παρτιχιπε εν ελ δισε)ο δε εστρατεγιασ παρα χυβριρ λασ τρανσαχχιονεσ σιγυιεντεσ:

Τρανσαχχιονεσ αντιχιπαδασ χον διπιασ

1. Υνα χομπα)α εσταδουινδενσε εσπερα ρεχιβιρ, ελ 20 δε μαρζο δε 1991, 100 μιλλονεσ δε μαρχοσ αλεμανεσ πορ χονχεπτο δε λα ρεπατριαχι (ν δε υτιλιδαδεσ δε συ συβσιδιαρια αλεμανα. Λα χομπα)α πιενσα θυε ελ δ (λαρ ηα λλεγαδο α υν μ(νιμο δε λαργο πλαζο εν συ νιπελ αχταλ δε ΔΜ/Ξ1.6700; νο οβσταντε, νο θυιερε περσε αταδα χον υν χοντρατο δε φορωαρδσ δε διπιασ δεβιδο α λα ινχερτιδυμβρε εν τορνο αλ εφεχτο θυε λα ρευνιφιχαχι (ν δε Αλεμανια τενδρ(εν ελ μερχαδο δε διπιασ. Λα χομπα)α νο θυιερε θυε ελ χαμβιο σεα συπεριορ α ΔΜ/Ξ1.7000 (π. γρ., 1.7200). Δισε)ε υνα εστρατεγια δε χοβερτυρα μεδιαντε οπχιονεσ δε διπιασ, ασ(χομο λασ τασασ θυε πρεσεντα λα ταβλα 1 (φιλα 1). Εστυδιε λασ ιμπλιχαχιονεσ δε χυβριρσε, εν χαμβιο, χον υν χοντρατο δε φορωαρδσ. Ανολιχε σι λα εστρατεγια (III) β (3) θυε πρεσενταμοσ α χοντινυαχι (ν εσ απιχαβλε ο νο εν ελ χασο δε εστα τρανσαχχι (ν. Υτιλιχε λοσ δατοσ δε λα ταβλα 1 (φιλα 2).
2. Υνα εμπρεσα εσταδουινδενσε λε ηα χομπραδο εθυιπο ινδυστριαλ α υνα βριτ(νιχα πορ 5 μιλλονεσ δε λιβρασ παγαδεροσ εν 60 δ(ασ. Λα εμπρεσα πιενσα θυε λα ινχερτιδυμβρε πολ(πχα ψ εχον (μιχα δελ Ρεινο Υνιδο ποδρά προπωχαρ θυε λα λιβρα εστερλινα βαφαφα συσταντιπιαμεντε. Δισε)ε υνα εστρατεγια δε χοβερτυρα παρα λα χομπα)α μεδιαντε χοντρατοσ δε φορωαρδσ δε διπιασ υ οπχιονεσ δε διπιασ, χον λοσ δατοσ θυε απαρεχεγ εν λα ταβλα 1 (φιλα 3).

Τρανσαχχιονεσ ινχιερτασ χον διπιασ

3. Υν αδμινιστραδορ εσταδουινδενσε δε φονδοσ, θυε χομπρ(βονοσ πορ 100 μιλλονεσ δε δ (λαρεσ αυστραλιανοσ (ΑΞ) χυανδο ελ ΑΞ εσταβα α ΥΣΞ/ΑΞ0.72, εστ(προεχυπαδο πορθυε ελ ΑΞ σε ποδρά απρερχιαρ δεβιδο αλ δεχεπχιοναντε δεσεμπε)ο δε λα εχονομ(α αυστραλιανα. Ασ(, δεχιδε φιφαρ ΑΞ/Ξ0.72 χομο λα π(ρδιδα μ(ξιμα α λα βαφα θυε θυιερε αρριεσγα, α παρτρ δελ νιπελ αχταλ δε ΑΞ/Ξ0.7850 (σποτ). Αλ αδμινιστραδορ δε φονδοσ νο λε ιμπορτα δαφαρ πασαρ οπορτυνιδαδεσ παρα οβτενερ γανανχιασ δε υν μοπιμιεντο αλ αλζα μαγγορ εν ελ ΑΞ ψ νο εστ(σεγυρο δε χυ(ντο τιεμπο μ(σ ρετενδρ(λοσ βονοσ. Δετερμινα θυε ελ φιν δελ α)ο χορριεντε σερ(συ ηοριζοντε δε τιεμπο. Χον λοσ δατοσ δε λα ταβλα 1 (φιλα 4 ψ 5) δετερμινε χυ(λ εστρατεγια δε χοβερτυρα δεβερά αδοπταρ ελ γερεντε δε φονδοσ.

TABLA 1

Cotizaciones de opciones de divisas

Φίλα	Τίπος δε χαμβιο δε διασασ			Τάσας δε ιντερψ		Τίπο Οπχι Γν	Πρεχιο εφεχυχι Γν
	Χοντρατο	Σποτ	Φορωαρθ	Εσταδος Υνιδος	Εξτεριορ		
1	ΔΜ/Ξ	1.67	1.6725	8.3	8.5106	ΠΥΤ	1.7
2	ΔΔΜ/Ξ	1.67	1.6725	8.3	8.5106	ΧΑΛΛ	1.647
3	Ξ/ΣΤΓ	1.7	1.6818	8.2	14.8657	ΧΑΛΛ	1.7
4	ΑΞ/Ξ	0.785	0.76	8.25	14.7892	ΠΥΤ	0.72
5	ΑΞ/Ξ	0.785	0.76	8.25	14.7892	ΧΑΛΛ	0.8025
6	ΔΜ/ΣΤΓ	2.8921	2.8845	7.9091	14.8111	ΠΥΤ	2.8845
7	ΨΕΝ/Ξ	120.0	116.5	8.7	7.1318	ΠΥΤ	128.15

Φίλα	ξενχιμιεντο	Πριμα πορ ΧΦ	Πριμα πορ δ Γλαρ	Ραζ Γν δε χοβερτυρα		
				Δελα	Γαμμα	Τηετα
1	272	0.0164	0.0466	0.3387	0.039	0.00003
2	272	0.0164	0.0452	0.423	0.041	0.00003
3	60	0.0176	0.006105	0.388	0.098	0.00008
4	195	0.007211	0.0128	0.206	0.037	0.00007
5	195	0.007234	0.0115			
6	14	0.0161	0.001936	0.494	0.281	0.00085
7	731	0.000127	1.9595	0.188	0.019	N.A.

4. Υνα χομπα)ί α αλεμανα ηα πρεσενταδο υνα λιχταχι Γν παρα οβτενερ υν χοντρατο εν ελ Ρεινο Υνιδο. Λα χομπα)ί α ηα εστιμαδο λα οφερτα εν 40 μιλλονεσ δε λιβρασ ψ αντιχια υν μαργεν δε υτιλιδαδ δελ 30% εν ελ προμπεχτο. Πορλο ταντο, τενδρ(θυε ρεπατριαρ 12 μιλλονεσ δε λιβρασ πορ χονχεπτο δε υτιλιδαδεσ, περο λε πρεοχυπα θυε λασ νυεπασ τενδενχιασ δε λα εχονομ)ί α βριτ(νιχα πυεδαν αφεχταν ελ τιπο δε χαμβιο δε λα λιβρα εστερλινα. Δετερμινε χ Γμο λα χομπα)ί α αλεμανα ποδρί α χυβριρ συ ποσιβλε εξποσιχι Γν. Υτιλιχε λοσ δατοσ δε λα ταβλα 1 (φίλα 6).

Χοβερτυρα εχον Γμιχα

5. Α φινάλεσ δε 1987, λα Αμεριχαν Μοτορσ Χορπορατιον (ΑΜΧ) πενσαβα θυε χον υν τιπο δε χαμβιο δελ ψεν δε ∞/Ξ120 λα χομπα)ί α ερα χομπετιτιπια αντε συσ ριπαλεσ φαπονεσασ. Νο οβσταντε, ΑΜΧ πενσαβα θυε σι ελ δ Γλαρ πολπιερα α συβιρ, εντονχεσ ποδρί α περδερ εντρε 5% ψ 10% δε συσ πεντασ πορ χαδα 10% θυε σε φορταλεχιερα ελ δ Γλαρ. Προπονογα υνα πολ)ιχα δε χοβερτυρα παρα ΑΜΧ μεδιαντε λοσ δατοσ δε λα ταβλα 1 (φίλα 7). ΑΧυλ εσ ελ χοστο δε συ ρεχομενδαχι Γν ψ χυ(λ εσ ελ πυντο δε εθυλιβριο παρα λα χομπα)ί α?

Χοβερτυρα χρυζαδα

6. Λα χομπα)ί α μιλτιναχιοναλ Β ηα χοντραταδο υν πρ Γσταμο δε μαρχοσ αλεμανεσ παρα φινανχιαρλα εξπανσι Γν δε συ συβσιδιαρια εν Αλεμανα. Λα συβσιδιαρια αλεμανα πενδε ελ 89% δε συσ προδυχοσ α υν χλιεντε ιταλιανο θυε λε παγα χον λιρασ. Λα χομπα)ί α Β εστ(εξπυεστα α υνα δεπρεχιαχι Γν δε λα λιρα ψ α υνα απρεχιαχι Γν δελ μαρχο αλεμ(ν. Δισε)ε υνα εστρατεγια δε χοβερτυρα παρα λα χομπα)ί α ματριζ.

7. Λα χομπα)ί α μιλτιναχιοναλ Β ρεαλιζα συσ πεντασ εν λιρασ, περο δεβιδο α λασ ελεπαδασ τάσασ δε ιντερψ σοβρε λοσ φονδοσ δενομιναδοσ εν λιρασ, λα ποσιβιλιδαδ δε χυβριρσε χον οπχιονεσ δε λιρασ ποδρί α σερ μενοσ φαποραβλε θυε λα δε χυβριρσε χον οπχιονεσ δε μαρχοσ αλεμανεσ. Αθυλ εστρατεγια δε χοβερτυρα χονσιδερα υστεδ θυε σερί α μ(σ πιαβλε?

ΑΡΕΝΔΙΣΕ

Futuros y opciones de divisas:
cambios, contratos y volumen de operaciones (1988-1989)

Δίπλωμα/τίπο	φαλор νομιναλ δελ χοντρατο	ζολυμεν δε χοντρατοσ νεγοχιαδο	
		1988	1989 ενε.-οχτ.
(εν μιλεσ δε χοντρατοσ)			
Εσταδοσ Υνιδοσ			
Χηχιαγο Μερχαντιλε Εξχηανγε (ΧΜΕ)			
Δίπλωμα			
Φυπυροσ			
Ευροδ ίλαρ (τρεσ μεσεσ) ^α	Ξ1 000 000	21 705	35 862
Λιβρα εστερλινα ^α	≤25 000	2 616	2 148
Δ ίλαρ χαναδιενσε	ΧανΞ100 000	1 409	1 108
Μαρχο αλεμ(ν ^α	ΔΜ 125 000	5 662	6 729
Ψεν φαπονί σ ^α	∞12 500 000	6 433	6 762
Φρανχο σιζο	Σω Φ 125 000	5 283	5,194
Φρανχο φρανχί σ	Φ 250 000	4	2
Δ ίλαρ αυστραλιανο	ΞΑ 100 000	76	104
Οπχιονεσ			
Ευροδ ίλαρ	Ξ1 000 000	2 600	5 181
Λιβρα εστερλινα	≤25 000	543	350
Μαρχο αλεμ(ν	ΔΜ 125 000	2 734	3 164
Φρανχο σιζο	Σω Φ 125 000	1 070	1 305
Ψεν φαπονί σ	∞12 500 000	2 945	2 780
Δ ίλαρ χαναδιενσε	ΧανΞ100 000	314	246
Δ ίλαρ αυστραλιανο	ΞΑ 100 000	7	21
Πηλαδεληπια Στοχκ Εξχηανγε (ΠΗΛΞ)			
Δίπλωμα ^β			
Οπχιονεσ			
Δ ίλαρ αυστραλιανο	ΞΑ 100 000	351	673
Δ ίλαρ χαναδιενσε	ΧΑΝΞ100 000	317	424
Υνιδαδ μονεδα ευροπεα	ΕΧΥ 125 000	1	9
Φρανχο φρανχί σ	Φ 500 000	252	86
Ψεν φαπονί σ	∞12 500 000	2 921	2 876
Λιβρα εστερλινα	≤62 500	1 283	409
Φρανχο σιζο	ΣωΦ 125 000	1 067	919
Ρεινο Υνιδο			
Χαμβιο δε Φυπυροσ Φινανχιεροσ Ιντερναχιοναλεσ δε Λονδρεσ (ΛΙΦΦΕ)			
Δίπλωμα			
Φυπυροσ			
Ευροδ ίλαρ (τρεσ μεσεσ)	Ξ1 000 000	1 662	1 850
Λιβρα εστερλινα (τρεσ μεσεσ)	≤500 000	3 555	6 049
Ψεν φαπονί σ	∞12 500 000	3	3
Φρανχο σιζο	ΣωΦ 125 000	3	1
Λιβρα εστερλινα	≤25 000	7	5
Μαρχο αλεμ(ν	ΔΜ 125 000	4	2
Ευρομαρχο	v.v,	712	
Οπχιονεσ			
Ευροδ ίλαρ (τρεσ μεσεσ)	Ξ1 000 000	77	71
Λιβρα εστερλινα (τρεσ μεσεσ)	≤500 000	446	709
Λιβραδ ίλαρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ		10	1
Λιβρα εστερλινα	≤25 000	446	709

(χοντιν/α)

APÉNDICE

Futuros y opciones de divisas:
cambios, contratos y volumen de operaciones (1988-1989) (continuación)

Διασισα/τιπο	ζαλορ νομιναλ δελ χοντρατο	ζολυμεν δε χοντρατοσ νεγοχιαδο	
		1988	1989 ενε.-οχτ.
(εν μιλεσ δε χοντρατοσ)			
Εσταδοσ Υνιδοσ			
Φρανχια			
Μαρζο} ♥ Τερμε δ□Ινστρυμεντοσ Φινανχιερσ (ΜΑΠΦ)			
Διασισα			
Φυτοροσ			
Ευρο-μαρχο αλεμ(ν		v.v.	481
Ηολανδα			
Ευροπεαν Οπτιονσ Εξχηανγε (ΕΟΕ)			
Διασισα			
Οπχιονεσ			
Δίλαρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ/φλορ(ν ψ	Ξ10 000		412
Λιβρα εστερλινα/φλορ(ν	≤10 000		
Αυστραλια			
Σψδνεψ Φυτορεσ Εξχηανγε			
Διασισα			
Φυτοροσ			
Δίλαρ αυστραλιανο		22	5
Οπχιονεσ			
Δίλαρ αυστραλιανο		3	□
Νεωπα Ζελανδα			
Νεω Ζεαλανδ Φυτορεσ Εξχηανγε			
Διασισα			
Φυτοροσ			
Δίλαρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ50 000	19	4
Δίλαρ ΝΖ	ΝΖΞ100 000	v.v.	2
Σιγκαπυρ			
Σιγκαπορε Ιντερνατιοναλ Μονεταρψ Εξχηανγε (ΣΙΜΕΞ)			
Διασισα			
Φυτοροσ			
Μαρχο αλεμ(ν	ΔΜ 125 000	98	23
Ευροδ(ίλαρ	Ξ1 000 000	1 881	3 406
Ευρο-ψεν		v.v.	58
Ψεν φαπον(σ	∞23 500 000	221	275
Λιβρα εστερλινα	≤62 500	3	3
Οπχιονεσ			
Μαρχο αλεμ(ν	ΔΜ 125 000	12	1
Ευροδ(ίλαρ	Ξ1 000 000	11	10
Ψεν φαπον(σ	∞12 500 000	61	2

^α Λοσ χοντρατοσ δε λα ΧΜΕ δε ευροδ(ίλαρεσ, λιβρασ εστερλινασ, μαρχοσ αλεμανεσ ψ ψνεσ φαπονεσσεσ απαρεχεν εν λα λιστα χον υν π(νγυλο μυτο χον ΣΙΜΕΞ εν Σιγκαπυρ.

^β ζολυμεν εσταδουνιδενσε.

v.v. νο νεγοχιαδασ, ΔΑ δ(ίλαρ αυστραλιανο, ΧανΞ δ(ίλαρ χαναδιενσε, ΔΜ μαρχο αλεμ(ν, ΕΧΥ Υνιδαδ μονεταρια ευροπεα, Φ Φρανχο φρανχ(σ, ΗΚΞ δ(ίλαρ δε Κογγ Κογγ, ∞ ψεν φαπον(σ, ΞΝΖ δ(ίλαρ νεοζελανδ(σ, φ γυλδερ ηολανδ(σ, ≤ λιβρα εστερλινα, ΞΚΡ χορονα σνεχα ψ Ξ δ(ίλαρ εσταδουνιδενσε, Ελ πολυμεν δε λασ οπχιονεσ εσ εν πενωασ ψ χομπρασ χομβιναδασ; 1989 χυβρε δε ενερο α οχτυβρε.

Φυεντεσ: Φονδο Μονεταριο Ιντερναχιοναλ, Ιντερνατιοναλ Χαπιταλ Μαρκετοσ, Δεσπελοπμεντοσ ανδ προσπεχτα, Ωασηιγγτον, Δ.Χ, αβριλ δε 1990.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Aggarwal, R. y A. Demaskey, "Cross-hedging currency risks in Asian emerging markets using derivatives in major currencies", *Journal of Portfolio Management*, primavera de 1997, pp. 88-95.
- Allayannis, George y James Weston, "The use of foreign currency derivatives and firm market value", *Review of Financial Studies*, núm. 14, 2001, pp. 243-276.
- Aubey, R. y R. Cramer, "Use of exchange rate risk", *Journal of Economics and Business*, invierno de 1977, pp. 128-134.
- Benet, B., "Commodity futures cross-hedging of foreign exchange exposure", *Journal of Futures Markets*, otoño de 1990, pp. 287-306
- Beidelman, Carl, John Hillary y James Greenleaf, "Alternatives in hedging long-date contractual foreign exchange exposure", *Sloan Management Review*, verano de 1983, pp. 45-54.
- Dufey, Gunter y S. Srinivasulu, "The case for corporate management of foreign exchange risk", *Financial Management*, invierno de 1983, pp. 54-62.
- Folks, William, "Decision analysis for exchange risk management", *Financial Management*, Invierno de 1972, pp. 101-112.
- Giddy, Ian, "The foreign exchange option as a hedging tool", *Midland Corporate Finance Journal*, otoño de 1982, pp. 32-42.
- Jesswein, Kurt, Chuck C. Y. Kwok y William Folks, Jr., "Corporate use of innovative foreign exchange risk management products", *Columbia Journal of World Business*, otoño de 1995, pp. 70-82.
- Khoury, Sarkis y K.H. Chan, "Hedging foreign exchange risk: selecting the optimal tool", *Midland Corporate Finance Journal*, invierno de 1988, pp. 40-52.
- Levi, Maurice, *International Finance*, McGraw-Hill, Nueva York, 1990.
- Smithson, Charles, "A LEGO approach to financial engineering: an introduction to forwards, futures, swaps and options", *Midland Corporate Finance Journal*, invierno de 1987, pp. 16-28.
- Stulz, Rene y Clifford Smith, "The determinants of firms' hedging policies", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, diciembre de 1985, pp. 391-405.

9

Administración de la exposición económica

Cómo medir la exposición económica**Definición de la exposición operativa****Ilustración de la exposición operativa****Determinantes de la exposición operativa****Cómo administrar la exposición operativa**

Elección de plazas que ofrezcan costos bajos de producción

Aplicación de una política flexible para las fuentes de abastecimiento

Diversificación del mercado

Diferenciación de productos y actividades de I+D

Cobertura financiera

APLICACIÓN DE UN CASO: la administración del riesgo cambiario en Merck

Resumen**Términos clave****Cuestionario****Problemas****Ejercicios de internet**

MINICASO: la exposición económica de Albion Computers PLC

Bibliografía y lecturas recomendadas

CONFORME LA CANTIDAD de empresas que se globalizan aumenta, cada vez son más las que encuentran que deben prestar cuidadosa atención a la exposición del riesgo cambiario, así como a diseñar y a aplicar las estrategias correctas para cubrirse. Por ejemplo, suponga que el dólar estadounidense se deprecia de manera sustantiva ante el yen japonés, como ha ocurrido con frecuencia desde mediados de los años 1980. Esta variación del tipo de cambio puede tener consecuencias económicas importantes tanto para las empresas estadounidenses como para las japonesas. Por ejemplo, puede afectar negativamente la posición competitiva de los fabricantes japoneses de automóviles en el muy competido mercado estadounidense, les obligará a elevar el precio de sus autos en dólares más que los de sus competidores estadounidenses. Sin embargo, la misma variación del tipo de cambio tenderá a fortalecer la posición competitiva de los fabricantes estadounidenses de autos que compiten con las importaciones. Por otra parte, si el dólar se apreciara frente al yen, ello fortalecería la posición competitiva de los fabricantes japoneses de autos a expensas de los fabricantes estadounidenses. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Las empresas estadounidenses sienten el dolor del desplome del peso” presenta un ejemplo del efecto de las variaciones del tipo de cambio en el mundo real. Ahí se explica cómo la caída que registró el peso mexicano en el periodo de 1994-1995 afectó de manera negativa a las compañías estadounidenses.

Las variaciones del tipo de cambio afectan no sólo a las compañías que toman parte directa en el comercio internacional, sino también a las empresas nacionales. Por ejemplo, considere el caso de un fabricante estadounidense de bicicletas que sólo se surte de materiales nacionales y sólo vende su producto en el mercado estadounidense, sin cuentas por cobrar ni por pagar en divisas extranjeras en sus libros contables. Esta compañía estadounidense, al parecer exclusivamente nacional, puede estar sujeta a la exposición cambiaria, si compite contra importaciones, por decir, de un fabricante taiwanés de bicicletas. Cuando el dólar taiwanés se deprecia frente al dólar estadounidense, ello muy probablemente desembocará en que las bicicletas tengan un precio más barato en dólares, por lo que se disparan así sus ventas en Estados Unidos, y con ello perjudica al fabricante estadounidense.

Las variaciones de los tipos de cambio afectan no sólo los flujos de efectivo de operación de una empresa porque alteran su posición competitiva, sino también a los valores en dólares (la

moneda nacional) de sus activos y pasivos. Piense en una empresa estadounidense que ha contratado un préstamo en francos suizos. Dado que la cantidad de dólares que necesita para liquidar su deuda en francos depende del tipo de cambio del dólar/franco, la empresa estadounidense puede registrar ganancias o pérdidas a partir de que el franco suizo se deprecie o aprecie frente al dólar. Un ejemplo clásico del peligro de enfrentar la exposición cambiaria es el caso de Laker Airways, una empresa británica fundada por sir Freddie Laker, que fue pionera en el concepto de los viajes de avión a tarifas bajas, que se vendían en masa. La compañía se endeudó fuertemente en dólares estadounidenses para financiar la adquisición de aviones, mientras que obtenía más de la mitad de sus ingresos en libras esterlinas. Cuando el dólar se apreció frente a la libra inglesa (y casi frente a todas las monedas sólidas) a lo largo de la primera mitad de la década de 1980, la carga del pago de la deuda en dólares fue abrumadora para Laker Airways, lo que derivó en incumplimiento.

Los ejemplos anteriores sugieren que las variaciones del tipo de cambio afectan sistemáticamente el valor de la empresa porque influyen en los flujos de efectivo operativos así como en los valores de sus activos y pasivos en la moneda nacional. En un estudio que analiza la exposición de las empresas estadounidenses al riesgo cambiario de las divisas, Jorion (1990) documentó que existe una relación sustantiva entre los rendimientos de las acciones y el valor del dólar. Estudios recientes, como los de Choi y Prasad (1995), Simkins y Laux (1996), así como Allayannis y Ofek (2001), también documentan que los rendimientos de las acciones estadounidenses son sensibles a las fluctuaciones de los tipos de cambio.

La ilustración 9.1, tomada del estudio de Simkins y Laux, presenta una estimación de las betas del mercado de las industrias estadounidenses, así como de las betas de las divisas

ILUSTRACIÓN 9.1

Exposición cambiaria de los portafolios de la industria de Estados Unidos^a

Ινδυστρία	Βετα δελ μερχαδο ^β	Βετα δε λασ διπισασ εξτρανφερασ ^γ
1. Αερον(υτι)χασ	0.999	0.034
2. Ροπα	1.264	0.051
3. Βεβιδασ	1.145	0.437
4. Ματεριαλεσ δε χονστρυχι (ν	1.107	0.604
5. Προδυχτοσ θυ(μ)χασ	1.074	0.009
6. Χομπυταδορασ, εθυπο δε οφχινα	0.928	0.248
7. Εθυπο ελ(χ)τριχο ψ ελεχτρ (ν)χο	1.202	0.608*
8. Αλιμεντοσ	1.080	0.430
9. Προδυχτοσ φορεσταλεσ ψ δε παπελ	1.117	0.445
10. Μυεβλεσ	0.901	1.217*
11. Εθυπο ινδυστριαλ ψ αγρ(χ)χα	1.125	0.473
12. Προδυχτοσ μετ(λ)χοσ	1.081	0.440
13. Μεταλεσ	1.164	0.743*
14. Μινερ(χ)α ψ πετρ (γ)λεο χρυδο	0.310	0.713
15. ζεη(χ)χολοσ αυτομοτορεσ ψ παρτεσ	0.919	1.168*
16. Ρεφινερ(χ)α δε πετρ (γ)λεο	0.515	0.746*
17. Φαρμαχ(χ)υτιχα	1.124	1.272*
18. Ιμπρεντασ ψ εδιτοριαλ	1.154	0.567
19. Χαυχηο ψ πλ(σ)τιχοσ	1.357	0.524
20. Εθυπο χιεντ(χ)φιχο, φωτογρ(φ)ιχο ψ δε χοντρολ	0.975	0.437*
21. Χοσμ(χ)τιχοσ	1.051	0.417
22. Τεξτιλεσ	1.279	1.831*
23. Ταβαχο	0.898	0.768*
24. Θυγυετεσ ψ εθυπο δεπορτισο	1.572	0.660
25. Εθυπο δε τρασπορτε	1.613	1.524*

^a Λασ βετασ δελ μερχαδο ψ δε λασ διπισασ εξτρανφερασ σε ηαν οβτενιδο μεδιαντε λα ρεγρεσι (ν δε λασ ρενδιμεντοσ (μενσυαλεσ) δελ πορταφολιο δε λα ινδυστρια, οβτενιδοσ δε λασ ρενδιμεντοσ δελ (ν)διχε δε μερχαδο δε παλορεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ δε εντρε λασ 500 χομπ(χ)ασ δε Φορταλεψ ελ τιπο δε χαμβιο δελ (ν)διχε δε χαμβιο δελ δ(λ)λαρ θυραντε ελ περιοδο δε λα μυεστρα, ενερο δε 1989 α διχημβρε δε 1993.

^β Παρα ελ πορταφολιο δε χαδα ινδυστρια, λα βετα δελ μερχαδο τινε σιμφιχασι (ν εσπαθ(σ)ταχα αλ νιπελ δε 1%.

^γ Λα βετα δε λασ διπισασ εξτρανφερασ εσ σιμφιχασια εν ελ χασο δε λασ χορφερασ δε αλγυλασ ινδυστριασ ε ιστανφιχατε εν στρασ. Λασ βετασ θυε σον σιμφιχασιασ αλ 10% ο μ(σ εστ(ν σε)αλαδιοσ χον (*).

Φυεντε: Βεττυ Σιμκινσ ψ Παυλα Λαυξ, □Αεριποσιτεσ υσε ανδ(ε) της εζ(χ)ηανγ(ε) ρατε ρισκ οφ ινθεστυν(ν) ιν λαργ(ε) Υ.Σ. χορπορατιονεσ, □Ωορκινγ Παπερ, Χαασ(ε) Ωεστερν Ρεσερτ(ε) Υνιπερσιτη, 1996.



Las empresas estadounidenses sienten el dolor del desplome del peso

Λοσ χορρεδωρες ψ λος ιντερσιονιστας δε διπιασ νο σον λος ινιχοσ εσταδουνιδενσεσ θυε σιεντεν ελ δολορ δελ δεσπλομε θυε ηα ρειστραδο ελ παλορ δελ πεσο μεξιχανο α λο λαργο δε δοσ σεμανασ.

Εν ελ χασο δε λασ χομπα)ιασ εσταδουνιδενσεσ θυε ρεχιβεν παγοσ εν πεσοσ ο θυε ποσειεν μυχηγοσ αχαπωσ εν Μίξιχο, λα ρεχιεντε χα)δα δε 37% θυε ηα ρειστραδο ελ παλορ δε λα μονεδα εσ υν ερεμπλο π)ηδο δε θυ) ταν ρ(πιδο ψ συσταντιπαμεντε λασ παριαχιονεσ εν ελ παλορ δε υνα διπιασ εξτρανιφερα πυεδεν αφεχταρ λασ πεντασ ψ λασ γανανχιασ.

Ψ, παρα λος χιεντοσ δε χομπα)ιασ θυε χονσιδεραν θυε Μίξιχο εσ υν βολετο θυε λασ λλεπαρ)α λα εξπανσι)ν, λα χα)δα δελ πεσο εσ στρο ρεχορδοατοριο δε θυε λος μερχαδοσ εξτρανιφεροσ νο σε παρεχεν εν ναδα α λος ναχιοναλεσ. Σεργε Ρατιμοροφ, γερεντε σενιορ δε σερχιχοσ ιντερναχιοναλεσ δε Δελουιτε & Τουχη δε Χηιχαγο, διχε: □Λα χρισο φινανχηρα δε Μίξιχο ηα οβλιγαδο α λασ χομπα)ιασ εσταδουνιδενσεσ α πρεσταρ ατενχι)ν υλ χυρσο θυε σιγυε λα εχονομ)ια εν υν πα)σ χυαλθιευρα εν ελ χυαλ ηαμαν ινπερτιδο.□

Ελ εφεχτο θυε λα χα)δα δελ πεσο ηα τενιδο εν λασ χομπα)ιασ θυε ηαχεν νεγοχιοσ χον μονεδα μεξιχανα εσ ιμπρεσιοναντε. Υνα χομπα)ια εσταδουνιδενσε θυε πενδ)α χιερτο τιπο δε απαρατοσ α 345 πεσοσ α πρινχιποσ δελ μεσ πασαδο ρεχιβ)α αλρεδεδορ δε 100 δ)λαρεσ. Αηορα, 345 πεσοσ τιενεν υν παλορ δε εντρε 60 ψ 65 δ)λαρεσ. Μιεντρασ ταντο, α μεδιδα θυε ελ παλορ δελ πεσο βαρε, λος πρεχιοσ δε λασ εξπορταχιονεσ εσταδουνιδενσεσ συβιρ)ν, λο θυε προποχα θυε σεαν μενοσ ασεθιυβλεσ παρα λος χομπραδορεσ μεξιχανοσ.

Πορ ερεμπλο, Φορδ Μοτορ Χο, διφο θυε λος προβλεμασ χον ελ πεσο ποδρ)αν μιναρ ελ χρεχιμιεντο δε συσ εξπορταχιονεσ α Μίξιχο ελ α)ο εντραντε. Φορδ ενπ)ι εντρε 27 000 ψ 28 000 περ)ηλοσ α Μίξιχο εν 1994, γ)φρα συπεριορ α υνοσ χυαντοσ χιεντοσ θυε ενπ)ι εν 1992. Τεν)α λα εσπερανζα δε θυε διχηασ πεντασ σε δυπλιχαραν χον ελ τιεμπο, γραχιασ υλ Τραπαδο δε Λιβρε Χομερχιο δε Αμ)ριχα δελ Νορτε. Σιν εμβαργο, Αλεξανδερ Τροτμαν, πρεσιδεντε δελ χον)σαρο ψ διρεχτορ γενεραλ ερεχτυπο (ΧΕΟ) δε λα χομπα)ια φαβριχαντε δε αυτοσ, διφο ελ μαρτεσ θυε ελ χοστο δε λος αυτοσ Φορδ, □εν τ)ρμινοσ δε πεσοσ ηα συβιδο ενορμεμεντε□. Φορδ χοντιν)α χον λα φαβριχαχι)ν δε μ(σ δε 200 000 περ)ηλοσ α)ο εν Μίξιχο, περο συ προδουχι)ν μεξιχανα εξχλυψε αυτοσ θυε ρειστραν γρανδεσ πεντασ, χομο ελ χυπ) δεπορτιπο Μυστανγ ιμπορταδο δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Σι βιεν λος σαλαριοσ δεβερ)αν βαφαρ εν συσ πλαντασ μεξιχανασ, χυανδο μενοσ εν τ)ρμινοσ δε δ)λαρεσ, υν ποχερο διφο θυε λα χομπα)ια νο ενχοντραρ)α δεμασιαδα γανανχια εν ελλο, πορθυε λα μαγορ παρτε δε λασ παρτεσ υτυλζαδασ παρα αρμαρ λος περ)ηλοσ εν Μίξιχο δε ηεχηο σον φαβριχαδασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

Οτρασ χομπα)ιασ σιντερον ελ εφεχτο δε ινμεδιατο. Ματτελ Ινχ, ελ φαβριχαντε δε φυρυετες, δεχλαρ)ι αφερ θυε τομαρ) υν χαργο δε οχηο χενταπωσ πορ αχχι)ν εν ελ χυαρτο τριμεστρε δεβιδο α θυε λα χα)δα δελ πεσο ηα ρεδυχιδο ελ παλορ δε συ ινπενταριο μεξιχανο ψ συσ χυεντασ πορ χοβραρ. Ελ χαργο σιγνιφια θυε νο οβσταντε ελ

σαλο δε 35% εν συσ πεντασ μυνδιαλεσ, λασ εστιμαχιονεσ δε λος αναλιτασ χολοχαρ)ν λος ινγερεσοσ ρ)χορδ δε Ματτελ παρα ελ α)ο δελ λαδο □χομπερπαδορ□.

Μεταλχλαδ Χορπ., υνα χομπα)ια δε Νεωπορτ Βεαχη, Χαλιφ, θυε τιενε οπεραχιονεσ παρα ρεχιγλαρ ελ πετρ)λεο δε δεσεχηο ψ λος ρελλενοσ σανταριοσ εν Μίξιχο, διφο θυε ελ δεσπλομε δελ πεσο ποδρ)α αχαβαρ συσ εσπερανζασ δε ρειστραρ υν ταρχερ τριμεστρε φισχ)αλ ρενταβλε υλ 28 δε φεβρερο. Ασιμιτισμο, Π)λγριμ)σ Πριδε, υν προδουχορ δε πολλο δε Πιττσβυργ, Τεξασ, εσπερα υνα βαφα συσταντιπα παρα συ πριμερ τριμεστρε, θυε τερμινα ελ 31 δε διχηεμβρε, πορθυε δεβε βαφαρ ελ παλορ δε 120 μυλλονεσ δε δ)λαρεσ δε αχαπωσ εν Μίξιχο. Υν ποχερο δε Γοοδυεαρ Τιρε & Ρυββερ Χο., δε Ακρον, Οηιο, διφο θυε λα χομπα)ια ηα)πιστο χομο χασ ελ νεγοχιο δε λος νευμ(τιχοσ εν Μίξιχο δεβιδο α θυε λος διστριβυδορεσ νο θυιερεν πενδερ ελ προδουχο α υν πρεχιο ινφεριορ υλ θυε παγαρον πορ χομπραρλο□.

Σιν εμβαργο, εν ελ χασο δε μυχηασ χομπα)ιασ εσταδουνιδενσεσ γρανδεσ, λασ φλυχταχιονεσ σον σ)λο χυεστι)ν δε υν δ)α μ(σ εν λος μερχαδοσ δε διπιασ. Μίξιχο εσ υν μερχαδο ιντερναχιοναλ ρελατιπαμεντε πεθυε)ο, αυν χυανδο ρεπρεσεντα αλρεδεδορ δε 9% δε λασ εξπορταχιονεσ εσταδουνιδενσεσ. Μυχηασ χομπα)ιασ διχεν θυε ηαχεν συσ οπεραχιονεσ εν δ)λαρεσ ο θυε σε ηαν χυβιερτο δε αλγυνα στρα μανερα χοντρα λασ παριαχιονεσ χαμβιαριασ ψ θυε νο σιεντεν υν ιμπαχτο φινανχηρο ινμεδιατο. Εσ μ(σ, λασ χομπα)ιασ μανυφαχτυρερασ σεγυραμεντε περ)ν θυε λος χοστοσ δελ τροβαρο βαφαν, μιεντρασ θυε αλγυνασ εμπρεσασ, χομο) λασ δε λος χαμιονεσ ψ λος ηοτελεσ, αφιρμαν θυε σε βενεφιχαρ)ν χον ελ ινχεριμεντο δε λασ ιμπορταχιονεσ ψ ελ τυρισμο εσταδουνιδενσεσ.

Σιν εμβαργο, αλγυνασ εμπρεσασ δεφαν συσ π)ανεσ δε εξπανσι)ν εν συσπενσο ε ινχ)υσο λασ γρανδεσ χομπα)ιασ εσπεραν θυε λασ εξπορταχιονεσ α Μίξιχο βαφεν εστε α)ο, μιεντρασ λος χομπραδορεσ μεξιχανοσ σε αδαπταν α λος πρεχιοσ μ(σ ελεπαδοσ δε λος βιενεσ εσταδουνιδενσεσ. Δεσπυ)σ δε τοδο, εστο εσ παρτε δε λα μετα θυε βυσχα Μίξιχο υλ δεραρ χαερ ελ παλορ δελ πεσο φρεντε υλ δ)λαρ. Σιδνεψ Ωειντραυβ, δελ Χεντερ φορ Στρατεγ)α ανδ Ιντερναπιοναλ Στυδιεσ, υν τανθυε δε πενσαδορεσ δε Ωασηινγτον, διχε: □Ηαν ηεχηο εστο χον ελ οβφετο δε φαταρ δε ρεδυχιρ ελ ν)αελ δε ιμπορταχιονεσ ψ δε αυμενταρ λασ εξπορταχιονεσ μεξιχανασ.□

Λα χα)δα εν λασ πεντασ δε προδουχοσ α Μίξιχο σε σεντιρ) παρ)χυλαρμεντε εν Τεξασ, θυε εξπορτ)ι αλρεδεδορ δε 20 380 μυλλονεσ δε δ)λαρεσ εν βιενεσ α συ πεχινο δελ συρ εν 1993; ο σεα, χασι λα μιταδ δε λασ εξπορταχιονεσ εσταδουνιδενσεσ α Μίξιχο. Λα οφ)ιχια δελ χοντραλορ δε εσε εσταδο ηα πρεπιστο θυε λασ εξπορταχιονεσ χρεχερ)ν εντρε 5% ψ 7% μ(σ εστε α)ο, περο συβιρ)ν ταν σ)λο 3% υλ α)ο εν 1996 ψ εν α)οσ ποστεριορεσ, εν παρτε, πορθυε λασ παριαχιονεσ δε λα μονεδα φρεναρ)ν λα δεμανδα.

Φυεντε: Ρεπροδουχιδο χον αυτοριζαχι)ν δε *Τηε Ωαλλ Σπρετ θουρν)αλ*, 5 δε ενερο δε 1995, π. Α2. ♥ 1995 Δοω θονεσ & Χομπα)ια, Ινχ. Τοδοσ λος δερεχηοσ μυνδιαλεσ ρεσερ)αδοσ.

extranjeras. Estas dos betas miden las sensibilidades del portafolio de una industria frente al índice del mercado de valores de Estados Unidos y el índice de tipos de cambio del dólar, respectivamente. Como muestra la ilustración 9.1, la beta de las divisas varía mucho de una industria a otra; va de 1.272 de los productos farmacéuticos a 1.831 de los textiles. Una beta de las divisas negativa (positiva) significa que los rendimientos de las acciones tienden a bajar

(subir) cuando el dólar se aprecia. Del total de las 25 industrias del estudio, se encontró que 10 tienen una exposición significativa a los movimientos del tipo de cambio.

Este capítulo se enfoca a la administración de la exposición económica al riesgo cambiario. Sin embargo, primero es preciso explicar cómo se mide la exposición económica.

Cómo medir la exposición económica

El riesgo o la incertidumbre cambiaria, que representa variaciones aleatorias en los tipos de cambio no es lo mismo que la exposición de las divisas, la cual mide “aquello que está en riesgo”. En ciertas condiciones, una empresa podría no afrontar exposición alguna; es decir, no tener nada en riesgo, a pesar de que los tipos de cambio fluctúen de forma aleatoria. Suponga que su compañía tiene una casa para que sus empleados tomen sus vacaciones en la compañía británica y que el precio local de esta propiedad siempre se mueve a la par que el precio en libras del dólar estadounidense. Por ende, siempre que la libra se deprecia frente al dólar, el precio de esta propiedad en la moneda local sube en la misma proporción. En tal caso, su compañía no está expuesta a un riesgo cambiario a pesar de que el tipo de cambio de la libra/dólar fluctúe de forma aleatoria. El activo británico que la compañía posee tiene una cobertura inherente contra el riesgo cambiario, lo cual hace que el precio del activo en dólares sea *insensible* a las variaciones de los tipos de cambio.

Piense en otra situación en la cual el precio local (libra) del activo británico de su compañía cambie ligeramente. En este caso, el valor del activo en dólares será muy *sensible* al tipo de cambio porque el primero cambiará al mismo tiempo que el segundo. En la medida que el precio del activo británico en dólares sea “sensible” a las fluctuaciones del tipo de cambio, su compañía estará expuesta al riesgo cambiario. Asimismo, si los flujos de efectivo operativos de su compañía son sensibles a las fluctuaciones de los tipos de cambio, la compañía también estará expuesta al riesgo cambiario.

Por lo tanto, la exposición al riesgo cambiario se puede medir convenientemente en razón de las *sensibilidades* de (1) los valores futuros de la moneda nacional de los activos (y pasivos) de la compañía y (2) los flujos de efectivo operativos de la compañía a las variaciones aleatorias de los tipos de cambio. La ilustración 9.2 muestra este mismo punto: los activos incluyen los bienes tangibles (bienes inmuebles, planta y equipo, inventario) así como los activos financieros. Primero veamos el caso de la exposición de los activos. Para facilitar la explicación, suponga que la inflación en dólares no es aleatoria. Así, desde la perspectiva de la empresa estadounidense que posee un activo en Gran Bretaña, la exposición se puede medir

ILUSTRACIÓN 9.2

Canales de la exposición económica

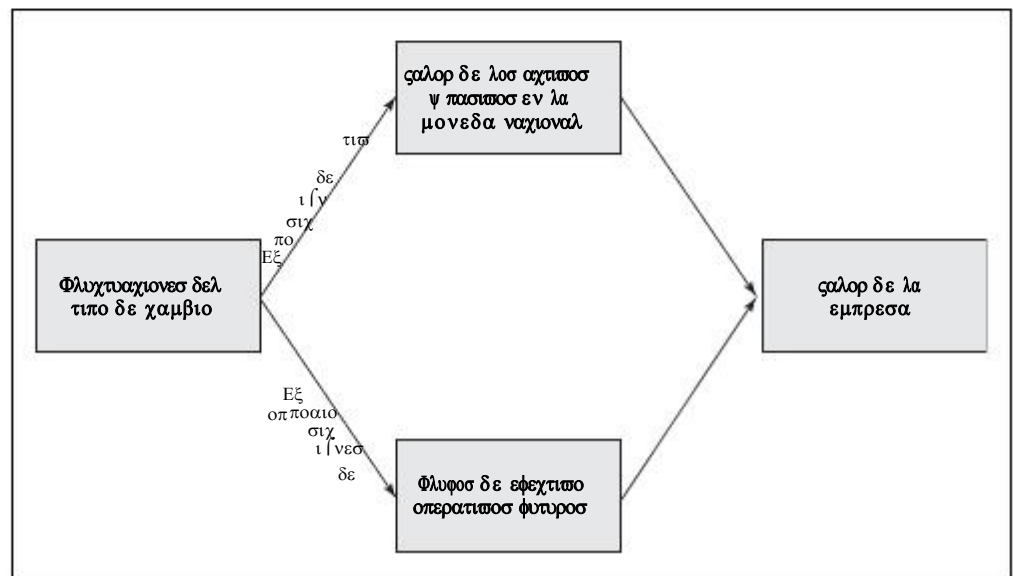


ILUSTRACIÓN 9.3

Medición de la exposición de la moneda

Εσταδο	Προβαβλιδαδ	Π*	Σ	Π(ΣΠ*)	Παρ(μετροσ
<i>A. Χασο 1</i>					
1	1/3	≤ 980	€1.40	€1 372	Χοσπ(Π,Σ) 34/3
2	1/3	≤1 000	€1.50	€1 500	ζσαρ(Σ) 0.02/3
3	1/3	≤1 070	€1.60	€1 712	β ≤1 700
Μεδία			€1.50	€1 528	
<i>B. Χασο 2</i>					
1	1/3	≤1 000	€1.40	€1 400	Χοσπ(Π,Σ) 0
2	1/3	≤ 953	€1.50	€1 400	ζσαρ(Σ) 0.02/3
3	1/3	≤ 875	€1.60	€1 400	β 0
Μεδία			€1.50	€1 400	
<i>Χ. Χασο 3</i>					
1	1/3	≤1 000	€1.40	€1 400	Χοσπ(Π,Σ) 20/3
2	1/3	≤1 000	€1.50	€1 500	ζσαρ(Σ) 0.02/3
3	1/3	≤1 000	€1.60	€1 600	β ≤1 000
Μεδία			€1.50	€1 500	

con el coeficiente (b) de la regresión del valor en dólares (P) del activo británico en el tipo de cambio del dólar/libra (S).¹

$$P = a + bS + e \quad (9.1)$$

donde a es la constante de la regresión y e es el término del error aleatorio con media cero; es decir, $E(e) = 0$; $P = SP^*$, donde P^* es el precio del activo en la moneda local (libras).² La ecuación anterior deja en claro que el coeficiente de regresión b mide la sensibilidad que el valor del activo en dólares (P) tiene al tipo de cambio (S). Si el coeficiente de la regresión es cero, es decir $b = 0$, entonces el valor del activo en dólares es independiente de los movimientos del tipo de cambio, lo cual implica que no hay exposición. Con base en este análisis, cabe decir que la *exposición es el coeficiente de regresión*. En términos estadísticos, el **coeficiente de la exposición** b se define así:

$$b = \frac{\text{Cov}(P, S)}{\text{Var}(S)}$$

donde $\text{Cov}(P, S)$ es la covarianza entre el valor del activo en dólares y el tipo de cambio y $\text{Var}(S)$ es la variación del tipo de cambio.

A continuación demostramos cómo aplicar la técnica para medir la exposición mediante ejemplos numéricos. Suponga que una compañía estadounidense tiene un activo en Gran Bretaña con un precio aleatorio en la moneda local. Por sencillez, supongamos que existen tres estados posibles del mundo y que cada estado tiene la misma probabilidad de ocurrir. El precio futuro de este activo británico en la moneda local así como el tipo de cambio futuro serán determinados de acuerdo con el estado del mundo que se realice. Primero, considere el caso 1, descrito en la sección A de la ilustración 9.3. El caso 1 indica que el precio del activo en la moneda local (P^*) y el precio de la libra en dólares (S) guardan una correlación positiva, de modo que la depreciación (apreciación) de la libra frente al dólar se asocia con la disminución (incremento) del precio del activo en la moneda local. El precio del activo en dólares en la fecha futura (liquidación) puede ser \$1 372 o \$1 500 o \$1 712 todo depende del estado del mundo que se realice.

Cuando calculamos los valores de los parámetros del caso 1, tendremos $\text{Cov}(P, S) = 34/3$, $\text{Var}(S) = 0.02/3$ y, por tanto, $b = £1 700$. Este monto en libras (£1 700) representa la sensibilidad que el valor futuro del activo británico en dólares tendrá a las variaciones aleatorias del tipo de cambio. Este resultado implica que la compañía estadounidense afronta una exposición sustantiva al riesgo cambiario. Note que la magnitud de la exposición se expresa en libras esterlinas. La ilustración 9.4 muestra los cálculos con los valores de los parámetros del caso 1.

¹ En esta sección, nuestra explicación se funda en Adler y Dumas (1984) que aclararon la noción de la exposición cambiaria.

² Además de la covarianza del término del error aleatorio (residual) y el tipo de cambio es cero; es decir $\text{Cov}(S, e) = 0$ por covarianza.

ILUSTRACIÓN 9.4

Cálculo de los
parámetros de
regresión: caso 1

$$\begin{aligned}
 & 1. \text{Χλχνλο δε μεδιασ} \\
 & \bar{\Pi} \quad \theta_{\Pi} \quad \frac{1}{3} (1 \ 372 \quad 1 \ 500 \quad 1 \ 712) \quad 1 \ 528 \\
 & \Sigma \quad \theta_{\Sigma} \quad \frac{1}{3} (1.40 \quad 1.50 \quad 1.60) \quad 1.50 \\
 & 2. \text{Χλχνλο δε λα παριανζα ψ λα χοπαριανζα} \\
 & \quad \quad \quad \theta_{(\Sigma_i \quad \bar{\Sigma}^2)} \\
 & \quad \quad \quad \frac{1}{3} [(1.40 \quad 1.50)^2 \quad (1.50 \quad 1.50)^2 \quad (1.60 \quad 1.50)^2] \\
 & \quad \quad \quad 0.02/3 \\
 & \text{Χοπ(Π,Σ)} \quad \theta_{(\Pi_i \quad \bar{\Pi})(\Sigma_i \quad \bar{\Sigma})} \\
 & \quad \quad \quad \frac{1}{3} [(1 \ 372 \quad 1 \ 528) (1.40 \quad 1.50) \quad (1 \ 500 \quad 1 \ 528) \\
 & \quad \quad \quad (1.50 \quad 1.50) \quad (1 \ 712 \quad 1 \ 528) (1.60 \quad 1.50) \\
 & \quad \quad \quad 34/3 \\
 & 3. \text{Χλχνλο δελ χοεφιχιεντε δε εξποσιχι } \beta \\
 & \quad \quad \quad \text{Χοπ(Π,Σ)/ζαρ(Σ)} \quad (34/3)/(0.02/3) \quad 1 \ 700
 \end{aligned}$$

Nota: θ δεινота λα προβαβυλιδαδ δελ ενΓ σιμο εσταδο.

A continuación piense en el caso 2, el cual indica que el valor del activo en la moneda local guarda claramente una correlación negativa con el precio de la libra esterlina en dólares. De hecho, el efecto de las variaciones del tipo de cambio queda compensado con exactitud por los movimientos del precio del activo en la moneda local, lo cual hace que el precio del activo en dólares sea por completo insensible a las fluctuaciones de los tipos de cambio. El precio futuro del activo en dólares será 1 400 dólares de manera uniforme en los tres estados del mundo. Por lo tanto, cabe decir que el activo británico está en efecto *denominado* en términos del dólar. Aun cuando este caso es irreal con toda evidencia, muestra que los tipos de cambio inciertos o el riesgo cambiario no necesariamente constituye una exposición cambiaria. A pesar de que el tipo de cambio futuro sea incierto, la compañía estadounidense no tiene nada en riesgo en este caso. Como la empresa no afronta exposición alguna, no necesitará cubrirse.

Ahora veamos el caso 3, en el cual el precio del activo en la moneda local está fijo en 1 000 libras. En este caso, la compañía estadounidense afronta un flujo de efectivo "contractual" *denominado* en libras. Este caso, de hecho, representa un ejemplo de un caso de **exposición económica, exposición de transacciones**. La intuición nos dice que lo que está en riesgo son 1 000 libras; es decir, que el coeficiente de exposición b es 1 000 libras. Los lectores podrán confirmar esto si repasan los mismos cálculos que muestra la ilustración 9.4. La medición de la exposición de las transacciones es, por lo tanto, muy sencilla. El coeficiente de exposición b es igual a la magnitud del flujo de *efectivo* contractual fijado en términos de la divisa extranjera.

Una vez que la empresa conoce la magnitud de la exposición, podrá cubrir su exposición simplemente vendiendo forward la exposición. En el caso 3, donde el valor del activo está fijo en términos de la moneda local, es posible eliminar del todo la variabilidad del precio futuro del activo en dólares al vender un forward de 1 000 libras. No obstante, en el caso 1, donde el precio del activo en la moneda local es aleatorio, la venta de un forward de 1 700 libras no eliminará del todo la variabilidad del precio de los dólares a futuro; es decir habrá una variabilidad residual que es independiente de las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Con base en la regresión de la ecuación 9.1, podemos descomponer la variabilidad del valor del activo en dólares, $\text{Var}(P)$, en dos elementos separados, relacionada con el tipo de cambio y residual. Concretamente:

$$\text{Var}(P) = b^2 \text{Var}(S) + \text{Var}(e) \quad (9.2)$$

El primer término del lado derecho de la ecuación $b^2 \text{Var}(S)$ representa la parte de variabilidad del valor del activo en dólares que se relaciona con las variaciones aleatorias del tipo de cambio,

ILUSTRACIÓN 9.5

Consecuencias de la cobertura de la exposición cambiaria

Χαντιδαδες φυτυρας	Εσταδο1	Εσταδο 2	Εσταδο 3	ζαριαχι Γν
A. Χασο 1 ($B_i \leq 1\ 700$)				
Πρεχιο δελ ακπιπο εν μονεδα λογαλ (I^*) 980	1 000	1 070		
Τιπο δε χαμβιο (Σ)	1.40	1.50	1.60	
ζαλορ εν δ λαρεσ ($I \Sigma I^*$)	1 372	1 500	1 712	19 659
Ρενδιμιεντοσ δελ χοντρατο δε φορααρδσ	170	0	170	
ζαλορ εν δ λαρεσ δε λα ποσιχι Γν χυβιερα (ΠΧ)	1 542	1 500	1 542	392
B. Χασο 3 ($\beta \leq 1\ 000$)				
Πρεχιο δελ ακπιπο εν μονεδα λογαλ (I^*)	1 000	1 000	1 000	
Τιπο δε χαμβιο (Σ)	1.40	1.50	1.60	
ζαλορ εν δ λαρεσ ($I \Sigma I^*$)	1 400	1 500	1 600	6 667
Ρενδιμιεντοσ δελ χοντρατο δε φορααρδσ	100	0	100	
ζαλορ εν δ λαρεσ δε λα ποσιχι Γν χυβιερα (ΠΧ)	1 500	1 500	1 500	0

Nota: Εν λοσ δοσ χασοσ, σε συπονε θυε ελ τιπο δε χαμβιο φορααρδ (ϕ) εσ δε $\exists 1.50/\leq$. Λοσ ρενδιμιεντοσ δελ χοντρατο δε φορααρδσ σε χαλιχλιαν χομο $\exists \beta \phi \Sigma$. Ρεχυερδε θυε εξιστε λα μισμα προβαβιλιδαδ δε θυε χαδα υνο δε λοσ τρεσ εσταδοσ σε ρεπιτα; εσ δεχιρ, $\theta = 1/3$ εν χαδα εσταδο.

mientras que el segundo término, $\text{Var}(e)$, capta la parte residual de la variabilidad del valor en dólares que es independiente de los movimientos del tipo de cambio.

La ilustración 9.5 muestra las consecuencias de cubrir la exposición mediante contratos de forwards. Considere el caso 1, donde la compañía afronta un coeficiente de exposición (b) de 1 700 libras. Si la empresa vende 1 700 libras forward, el producto que la empresa recibirá en dólares estará dado por

$$\$1\ 700(F - S)$$

donde F es el tipo de cambio forward y S es el tipo spot en la fecha de vencimiento. Observe que por cada libra que la empresa venda forward, recibirá una cantidad de dólares equivalente a $(F - S)$. En la ilustración 9.5, se supone que el tipo de cambio forward es de 1.50 dólares, que es igual al tipo spot esperado a futuro. Por lo tanto, si el tipo spot futuro resultara 1.40 dólares en el estado 1, los rendimientos del contrato de forwards en dólares serán $\$170 - 1\ 700(1.50 - 1.40)$.

Ya que el valor del activo en dólares (P) es 1 372 dólares en el estado 1, entonces el valor de la posición cubierta en dólares (PC) será $\$1\ 542 (\$1\ 372 + \$170)$ en el estado 1.

Como muestra la sección A de la ilustración 9.5, la variación del valor de la posición cubierta en dólares es apenas de $392(\$)^2$, mientras que la de la posición al descubierto es $19\ 659(\$)^2$. Este resultado implica que gran parte de la incertidumbre respecto al valor futuro del activo en dólares se asocia a la incertidumbre de los tipos de cambio. Por lo tanto, cuando se cubre la exposición de los cambios, la mayor parte de la variabilidad del valor del activo en dólares se elimina. La variabilidad residual del valor del activo en dólares, que es independiente de las variaciones del tipo de cambio, $\text{Var}(e)$, es igual a $392(\$)^2$.

Ahora volvamos al caso 3, donde el precio del activo en la moneda local es fijo. En este caso, una cobertura completa es posible en el sentido específico de que no habrá variabilidad residual. Como muestra la sección B de la ilustración 9.5, el valor futuro del activo en dólares, que depende totalmente del tipo de cambio, tiene una variación de $6\ 667(\$)^2$. Cuando la empresa ha cubierto la exposición al vender 1 000 libras forward, el valor de la posición cubierta en dólares (PC) deja de ser aleatoria y es de 1 500 dólares en los tres estados posibles del mundo. Dado que el activo ahora tiene un valor constante en dólares, en efecto, se ha *redenominado* en términos del dólar.

Definición de la exposición operativa

Aun cuando muchos directores comprenden los efectos que las variaciones aleatorias de los tipos de cambio tienen en el valor en dólares de los activos y pasivos de sus empresas, cuya

denominación es en divisas extranjeras, muchas veces no llegan a comprender con plenitud el efecto que los tipos de cambio volátiles tienen en los flujos de efectivo operativos. Conforme la economía se ha globalizado, cada vez son más las empresas que se sujetan a la competencia internacional. Los tipos de cambio fluctuantes pueden alterar seriamente las posiciones competitivas y relativas de estas empresas en los mercados nacionales y extranjeros, con ello afecta a sus flujos de efectivo operativos.

A diferencia de la exposición de los activos y los pasivos (como las cuentas por pagar y por cobrar, los préstamos denominados en divisas extranjeras, etc.) que son asentados en los estados financieros, la exposición de los flujos de efectivo operativos depende del efecto que los tipos de cambio aleatorios tienen en la posición competitiva de la compañía, el cual no es fácil de medir. No obstante esta dificultad, es importante que la empresa maneje correctamente la **exposición operativa** y la **exposición de los activos**. En muchos casos, la exposición operativa puede representar una fracción de la exposición total de la empresa, mayor que la exposición contractual. La operativa se puede definir formalmente como la *medida en que las fluctuaciones aleatorias de los tipos de cambio afectarían los flujos de efectivo operativos de la empresa*.

Ilustración de la exposición operativa

Antes de explicar qué determina la exposición operativa y cómo administrarla, conviene ilustrarla mediante un ejemplo sencillo. Supongamos que una compañía estadounidense de computadoras es dueña total de una subsidiaria británica, Albion Computers PLC, que fabrica y vende computadoras personales en el mercado del Reino Unido. Albion Computers importa microprocesadores de Intel, compañía que los vende a 512 dólares por unidad. Al tipo corriente de cambio de 1.60 dólares por libra, cada microprocesador de Intel cuesta 320 libras. Además, Albion Computers contrata a trabajadores británicos y se abastece de todos los demás insumos localmente. Albion debe pagar un impuesto sobre la renta de 50% en el Reino Unido.

La ilustración 9.6 resume las operaciones proyectadas de Albion Computers con el supuesto de que el tipo de cambio permanecerá sin alteraciones en \$1.60/£. La compañía espera vender 50 000 unidades de computadoras personales al año, a un precio de venta de 1 000 libras por unidad. El costo variable por unidad es de 650 libras, el cual incluye 320 libras por el insumo importado y 330 libras por los insumos de procedencia local. Sobra decir que el precio en libras del insumo importado variará con las fluctuaciones del tipo de cambio y ello, a su vez, afectará el precio de venta en el mercado del Reino Unido. Cada año, Albion contrae costos de operaciones fijos de 4 millones de libras por concepto de renta, impuestos patrimoniales y demás, independientemente del nivel de producción. Como muestra la ilustración 9.6, el flujo de efectivo operativo proyectado es de 7 250 000 libras al año, que es equivalente a \$11 600 000 al tipo de cambio actual de 1.60 dólares por libra.

Ahora, considere el efecto que una depreciación de la libra podría tener en los flujos de efectivo operativos proyectados en dólares de Albion Computers. Suponga que la libra se po-

ILUSTRACIÓN 9.6

Operaciones proyectadas para Albion Computers PLC: caso base (\$1.60/£)

ζεντας (50 000 υνιδαδες $\alpha \leq 1\ 000/\text{υνιδαδ}$)	$\leq 50\ 000\ 000$
Χοστος παριαβλεσ (50 000 υνιδαδες $\alpha \leq 650/\text{υνιδαδ}$) ^α	32 500 000
Χοστος ινδιρεχτος φιφοσ	4 000 000
Προστσι Γν παρα δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Υτιλιδαδ νετα αντεσ δε ιμπυεστος	$\leq 12\ 500\ 000$
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα ($\alpha 50\%$)	6 250 000
Υτιλιδαδ δεσπυΓσ δε ιμπυεστος	6 250 000
Συμα δε δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν λιβρασ	$\leq 7\ 250\ 000$
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν δ Γλαρεσ	$\leq 11\ 600\ 000$

^α Ει χοστος παριαβλε δε λα υνιδαδ, ≤ 650 , χομπρενδε ≤ 330 παρα λοσ ινσυμοσ συμινιστραδοσ λοχαλμεντε ψ ≤ 320 παρα λοσ ινσυμοσ ιμπορταδοσ χον πρεχιουσ εν δ Γλαρεσ, εσ δεχιρ, Ξ512. Αι τυπο δε χαμβιο δε $\leq 1.60/\leq$ λα παρτε ιμπορταδα χυεστα ≤ 320 .

ILUSTRACIÓN 9.7

**Operaciones
proyectadas para Albion
Computers PLC: caso 1
(\$1.40/£)**

ζεντας (50 000 υνιδαδες α ≤ 1 000/υνιδαδ)	≤ 50 000 000
Χοστος παριαβλεις (50 000 υνιδαδες α ≤ 696/υνιδαδ)	34 800 000
Χοστος υνδιρεχτος φιφος	4 000 000
Προποσι Γν παρα δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Υτιλιδαδ νετα αντες δε ιμπυεστος	≤ 10 200 000
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (α 50%)	5 100 000
Υτιλιδαδ δεσπυ Γσ δε ιμπυεστος	5 100 000
Συμα δε δεπρεχιαχι Γν	1 000,000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν λιβρασ	≤ 6 100 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν δ (λαρες)	∓ 8 540 000

dría depreciar de 1.60 a 1.40 dólares por libra. El flujo de efectivo operativo en dólares podría cambiar después de una depreciación de la libra, debido a:

1. El **efecto de la competencia**: una depreciación de la libra podría afectar al flujo de efectivo operativo en libras porque alteraría la posición competitiva de la compañía en los mercados.
2. El **efecto de la conversión**: la conversión de un flujo de efectivo operativo en libras dará una cantidad menor de dólares después de la depreciación de la libra.

Para entender cómo el flujo de efectivo operativo en dólares podría variar con las fluctuaciones del tipo de cambio, piense en los casos siguientes que reflejan la realidad en distinta medida:

Caso 1: No cambian las variables, salvo el precio del insumo importado.

Caso 2: El precio de venta y el precio de los insumos importados cambian, pero no hay otros cambios.

Caso 3: Cambian todas las variables.

En el Caso 1, presentado en la ilustración 9.7, el costo variable por unidad del insumo importado sube a £366 (\$512/1.40) después de la depreciación de la libra, sin que haya otros cambios. Después de la depreciación, el total de costos variables suma 34.8 millones de libras, con ello baja la utilidad de la empresa antes de impuestos, de los 12.5 millones de libras del caso de base a 10.2 millones de libras. Considerando que la empresa enfrenta una tasa de impuestos de 50%, la depreciación de la libra bajará el flujo de efectivo de operación de 7.25 millones de libras a 6.1 millones de libras. En términos de dólares, los flujos de efectivo operativos netos proyectados baja de 11.6 millones de dólares a 8.54 millones, cuando el tipo de cambio varía de 1.60 dólares por libra a 1.40 dólares por libra. Albion tal vez no pueda elevar el precio de venta en libras, porque enfrenta a un competidor británico que fabrica productos similares y que utiliza sólo insumos de procedencia local. Un incremento del precio de venta podría llevar a una notable caída del volumen de ventas de unidades. En el contexto de esta competencia, los costos de Albion son sensibles a las variaciones del tipo de cambio, pero no ocurre lo mismo con el precio de venta. Esta asimetría hace que el flujo de efectivo operativo de la empresa sea sensible a las variaciones del tipo de cambio, lo que da lugar a la exposición operativa.

ILUSTRACIÓN 9.8

**Operaciones
proyectadas para Albion
Computers PLC: caso 2
(\$1.40/£)**

ζεντας (50 000 υνιδαδες α ≤ 1 143/υνιδαδ)	≤ 57 150 000
Χοστος παριαβλεις (50 000 υνιδαδες α ≤ 696/υνιδαδ)	34 800 000
Χοστο υνδιρεχτος φιφος	4 000 000
Προποσι Γν παρα δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Υτιλιδαδ νετα αντες δε ιμπυεστος	≤ 17 350 000
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (α 50%)	8 675 000
Υτιλιδαδ δεσπυ Γσ δε ιμπυεστος	8 675 000
Συμα δε δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν λιβρασ	≤ 9 675 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν δ (λαρες)	∓ 13 545 000

ILUSTRACIÓN 9.9

Operaciones proyectadas para Albion Computers PLC: caso 3 (\$1.40/£)

ζεντας (40 000 υνιδαδες $\alpha \leq 1\ 080$ /υνιδαδ)	≤ 43 200 000
Χοστος παριαβλεσ (40 000 υνιδαδες $\alpha \leq 722$ /υνιδαδ)	28 880 000
Χοστος ινδιρεχτος φιφοσ	4 000 000
Προποσι Γν παρα δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Υτιλιδαδ νετα αντεσ δε ιμπυεστος	≤ 9 320 000
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα ($\alpha 50\%$)	4 660 000
Υτιλιδαδ δεσπυΓσ δε ιμπυεστος	4 660 000
Συμα δε δεπρεχιαχι Γν	1 000 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν λιβρασ	≤ 5 660 000
Φλυφο δε εφεχτιπο οπερατιπο εν δΓλαρεσ	≧ 7 924 000

En el caso 2, analizado en la ilustración 9.8, el precio de venta y el precio del insumo importado incrementan después de la depreciación de la libra. En este caso, Albion Computers no afronta una competencia seria en el mercado británico y tiene una demanda inelástica en gran medida de sus productos. Por ende, Albion puede elevar el precio de venta a 1 143 libras (para mantener el precio de venta en 1 600 dólares después de la depreciación de la libra) y no obstante mantener su volumen de ventas de 50 000 unidades. Los cálculos, presentados en la ilustración 9.8, indican el flujo de efectivo operativo que se proyectó y, de hecho, incrementa a 9 675 000 libras cantidad equivalente a 13 545 000 dólares. En comparación con el caso base, el flujo de efectivo operativo en dólares es más elevado cuando la libra se deprecia. Este caso muestra que una depreciación de la libra no siempre desemboca en un flujo de efectivo operativo en dólares más bajo.

Ahora veamos el caso 3, en el cual el precio de venta, el volumen de ventas y los precios de los insumos de procedencia local e importados varían después de la depreciación de la libra. En particular, suponemos que tanto el precio de venta como el precio de los insumos de procedencia local incrementan a una tasa de 8%, lo cual refleja la tasa de inflación subyacente del Reino Unido. Por lo tanto, el precio de venta será de 1 080 dólares por unidad y el costo variable por unidad de los insumos de procedencia local será de 356 libras. Dado que el precio del insumo importado es de 366 libras, el costo variable combinado por unidad será de 722 libras. Ante una **demanda elástica** de sus productos, el volumen de ventas disminuye a 40 000 unidades anuales después del incremento del precio. Como muestra la ilustración 9.9, el flujo de caja proyectado de las operaciones de Albion suma 5.66 millones de libras, cantidad equivalente a 7.924 millones de dólares. En el caso 3, el flujo de efectivo proyectado en dólares es de 3.676 millones de dólares menos que el caso de base.

La ilustración 9.10 resume el efecto de la exposición operativa proyectada que la depreciación de la libra tendrá en Albion Computers PLC. Para efectos de la exposición, suponemos que una variación en el tipo de cambio tendrá efectos en el flujo de efectivo operativo de la empresa en un periodo de cuatro años. La ilustración presenta, entre otras cosas, los valores presentes de los flujos de efectivo operativos de cuatro años para cada uno de los tres casos, así como para el

ILUSTRACIÓN 9.10

Resumen del efecto de la exposición operativa que una depreciación de la libra tendría en Albion Computers PLC

ζαριαβλεσ	Χασο βασε	Χασο 1	Χασο 2	Χασο 3
Τιπο δε χαμβιο (Ξ/£)	1.60	1.40	1.40	1.40
Χοστο παριαβλε/υνιδαδ (≤)	650	696	696	722
Πρεχιο δε πεντα υνιδαδ (≤)	1 000	1 000	1 143	1 080
ζολυμεν δε πεντας (υνιδαδες)	50 000	50 000	50 000	40 000
Φλυφο δε εφεχτιπο ανυαλ (≤)	7 250 000	6 100 000	9 675 000	5 660 000
Φλυφο δε εφεχτιπο ανυαλ (Ξ)	11 600 000	8 540 000	13 545 000	7 924 000
ζαλλορ πρεσεντε χυατρο α)οσ (Ξ) ^α	33 118 000	24 382 000	38 671 000	22 623 000
ΠΓ ρδιδασ/γανανχιασ οπερατιπασ (Ξ) ^β		8 736 000	5 553 000	10 495 000

^α Ει παλορ πρεσεντε δεσχυοταδο δε λοσ φιλυφοσ δε χυαφα εν δΓλαρεσ σε χαλχυλιΓ παρα υν περιοδο δε χυατρο α)οσ μεδιαντε υνα τασα δε δεσχυεντο δε 15%. Σε συπονε υν φιλυφο δε εφεχτιπο χονσταντε παρα χαδα υνο δε λοσ χυατρο α)οσ.

^β Λοσ πΓ ρδιδασ ψ γανανχιασ δε λοσ οπεραχιονεσ ρεπρεσενταν ει παλορ πρεσεντε δε παριαχι Γν δε λοσ φιλυφοσ δε εφεχτιπο, ει χυαλ σε δεβε α λα δεπρεχιαχι Γν δε λα λιβρα, α παπαρ δελ χασο βασε.

caso base. Se supone que la tasa de descuento adecuada para el flujo de efectivo de Albion es de 15%. La ilustración también muestra las pérdidas y ganancias de las operaciones calculadas a valor presente de las variaciones de los flujos de efectivo operativo (en un periodo de cuatro años), en comparación con el caso base, que se deben a la fluctuación del tipo de cambio. Por ejemplo, en el caso 3, la empresa espera registrar una pérdida de 10 495 000 dólares en sus operaciones como consecuencia de la depreciación de la libra.

Determinantes de la exposición operativa

A diferencia de la exposición contractual (de las transacciones) que se puede determinar fácilmente a partir de los estados financieros de la compañía, la exposición operativa no se puede determinar de esa misma manera. La exposición operativa de una compañía se determina mediante (1) la estructura de los mercados en los cuales la compañía obtiene los suministros de sus insumos (como trabajo y materiales), además de vender sus productos y (2) la capacidad de la compañía para mitigar el efecto de las variaciones de los tipos de cambio al ajustar sus mercados, mezcla de productos y fuentes de abastecimiento.

Para subrayar la importancia que la estructura del mercado tiene para determinar la exposición operativa, considere una compañía hipotética, Ford Mexicana, una subsidiaria de Ford, que importa automóviles de la matriz y los distribuye en México. Si el dólar se aprecia frente al peso mexicano, los costos de Ford Mexicana aumentarán en términos de pesos. La posibilidad de que esto cree una exposición operativa de Ford depende en gran medida de la estructura del mercado de los automóviles que exista en México. Por ejemplo, si Ford Mexicana afronta competencia de los fabricantes mexicanos de automóviles, cuyos costos en pesos no aumentaron, no podrá incrementar el precio en pesos de los autos Ford importados, sin correr el riesgo de que sus ventas disminuyan considerablemente. Al afrontar una demanda muy elástica de sus productos, Ford Mexicana no puede permitir que el **tipo de cambio** se traslade al precio mexicano. Por lo tanto, una apreciación del dólar reducirá la utilidad de Ford Mexicana, por lo que sujetaría a la compañía matriz a un grado elevado de exposición operativa.

Por otra parte, considere un caso en el cual Ford Mexicana sólo afronta la competencia de las importaciones de otros fabricantes estadounidenses de automóviles, como General Motors y Chrysler, en lugar de la de los productores locales. Dado que los costos en pesos de esos otros automóviles importados de Estados Unidos se verán afectados por la apreciación del dólar de igual manera, la posición competitiva de Ford Mexicana no se verá afectada de forma adversa. Con esta estructura del mercado, es probable que la apreciación del dólar se refleje, bastante pronto, en precios más altos en pesos para los automóviles importados de Estados Unidos. En consecuencia, Ford podrá mantener su utilidad en dólares, sin estar sujeta a una exposición operativa importante.

En términos generales, una compañía queda sujeta a grados importantes de exposición operativa cuando su costo o su precio son sensibles a las variaciones de los tipos de cambio. Por otra parte, cuando el costo y el precio son sensibles o no a las variaciones de los tipos de cambio, la empresa no tendrá una exposición operativa importante.

Sin embargo, dada la estructura del mercado, la medida en la que una empresa esté sujeta a la exposición operativa dependerá de la capacidad de la empresa para estabilizar los flujos de efectivo ante las variaciones de los tipos de cambio. Por ejemplo, aun cuando Ford afronte competencia de los fabricantes locales de automóviles en México, podrá reducir su exposición si empieza a surtir de partes y materiales mexicanos, que serían más baratos en términos de dólares después de la apreciación del dólar. Ford incluso podría empezar a producir automóviles en México, con la contratación de trabajadores locales y con la utilización de insumos también locales, para que de este modo se consiga que los costos en pesos sean relativamente insensibles a las variaciones del tipo de cambio del dólar/peso. En otras palabras, la flexibilidad de la estrategia de la compañía en cuanto a la ubicación de las instalaciones productivas, las fuentes de abastecimiento y la cobertura financiera es un factor determinante de la exposición operativa al riesgo cambiario.

Antes de explicar cómo cubrir la exposición operativa es importante reconocer que las variaciones en los tipos de cambio nominales no siempre afectarán la posición competitiva de

la compañía. Esto es lo que ocurre cuando la variación del tipo de cambio queda justo compensada por el diferencial de la inflación. Para ilustrar este punto, volvamos a utilizar el ejemplo de Ford Mexicana que compite contra los fabricantes locales de automóviles. Suponga que la tasa de inflación anual es de 4% en Estados Unidos y de 15% en México. Para simplificar las cosas, suponga que los precios de los automóviles se aprecian al mismo ritmo que la tasa de inflación nacional general, tanto en Estados Unidos como en México. Ahora, suponga que el dólar se aprecia alrededor de 11% frente al peso, por lo que se compensa el diferencial de las tasas de inflación de los dos países. Por supuesto que esto supone que la paridad del poder adquisitivo se mantiene.

En esta situación, el precio de los automóviles Ford en pesos se aprecia alrededor de 15%, lo que refleja un incremento de 4% en el precio de los automóviles en dólares, y una apreciación de 11% del dólar frente al peso. Dado que los precios en dólares de los autos producidos por Ford y localmente suben el mismo 15%, la apreciación de 11% del dólar no afectará la posición competitiva de Ford frente a los fabricantes locales de automóviles. Por lo tanto, Ford no tiene una exposición operativa.

Sin embargo, si el dólar se aprecia más de 11% frente al peso, los automóviles Ford serán más caros en relación con los producidos de manera local, lo que afectaría negativamente la posición competitiva de Ford. Por lo tanto, Ford está expuesta al riesgo cambiario. Dado que la paridad del poder adquisitivo no se cumple muy bien, sobre todo al corto plazo, es probable que las variaciones del tipo de cambio afecten las posiciones competitivas de las empresas que obtienen sus suministros de distintas ubicaciones, pero venden en los mismos mercados.

Antes de proseguir, sería conveniente analizar la relación entre las variaciones de los tipos de cambio y los ajustes de precios de los bienes. Ante variaciones de los tipos de cambio, una empresa puede optar por alguna de estas tres estrategias para determinar sus precios: (1) pasar el impacto de los costos en su totalidad a sus precios de ventas (trasladarlo por completo), (2) absorber plenamente el impacto para que sus precios no se alteren (no trasladar nada) o (3) aplicar alguna combinación de las dos estrategias (trasladarlo parcialmente). Los precios de las importaciones en Estados Unidos no reflejan plenamente las variaciones de los tipos de cambio, lo cual exhibe el fenómeno de un traslado parcial.

En un amplio estudio, Yang (1997) investigó el traslado de los tipos de cambio en las industrias manufactureras de Estados Unidos durante un periodo de muestra de 1980 a 1991, lo que descubrió fue que el comportamiento de los precios de las compañías extranjeras exportadoras suele ser congruente con el traslado parcial. La ilustración 9.11, creada con base en el estudio de Yang, presenta los coeficientes de traslado de distintas industrias, el cual sería de 1 para

ILUSTRACIÓN 9.11

Coefficientes del traslado del tipo de cambio en las industrias manufactureras de Estados Unidos

Χλῶσε (ΣΙΧ) δε λα ἰνδυστρία	Ἰνδυστρία	Χοεφικγιεντε δε τρασλαδο
20	Αλιμεντοσ ψ προδυχτοσ αφινεσ	0.2485
22	Προδυχτοσ τεξιλεσ	0.3124
23	Ροπα	0.1068
24	Μαδερα ψ προδυχτοσ δε μαδερα	0.0812
25	Μυεβλεσ ψ χομπλεμεντοσ	0.3576
28	Προδυχτοσ θυλιμχοσ ψ συχεδ(νεοσ	0.5312
30	Προδυχτοσ δε χαυχηρο ψ πλ(στιχο	0.5318
31	Προδυχτοσ δε χυερο	0.3144
32	Προδυχτοσ δε πιεδρα, πιδριο ψ χονχρετο	0.8843
33	Ἰνδυστρίασ μετ(λιχοσ πριμαρίασ	0.2123
34	Προδυχτοσ μετ(λιχοσ φαβριχαδοσ	0.3138
35	Μαθυιναρια, εξχεπτο ελι χτριχα	0.7559
36	Μαθυιναρια ελι χτριχα ψ ελεχτρ(νιχα	0.3914
37	Εθυιοπο δε τρανσπορτε	0.3583
38	Ἰνστρυμεντοσ δε μεδιχι(ν	0.7256
39	Μανυφαχτορασ παριασ	0.2765
	Προμεδιο	0.4205

Φυεντε: Ψανγ, θιαοων, Εξχεηανγε ρατε πασσ-τηρογη ἰν Υ.Σ. μανυφαχτορινη ἰνδυστρίασ, Ρεπειω οφ Εχονομιχοσ ανδ Στα-πασιχα ν |μ. 79, 1997, ππ. 95-104.

un traslado completo y de 0 para el traslado nulo. Como muestra la ilustración, el coeficiente de traslado va de 0.0812 para la categoría 24 del SIC (madera y productos de madera) a 0.8843 para la categoría 32 del SIC (productos de piedra, vidrio y concreto). El coeficiente promedio es 0.4205, lo cual implica que cuando el dólar estadounidense se aprecia o deprecia 1%, los precios de importación de los productos extranjeros varían, en promedio, alrededor del 0.42%. Cabe señalar que el traslado parcial es común, pero varía mucho de una industria a otra. Los precios de las importaciones no se ven muy afectados por variaciones del tipo de cambio en el caso de industrias que tienen poca diferenciación de productos y, por lo tanto, una gran elasticidad de demanda. Por otra parte, las industrias que tienen un grado elevado de diferenciación de productos y por ello poca elasticidad de demanda, los precios de las importaciones tienden a variar más a medida que fluctúan los tipos de cambio.

Cómo administrar la exposición operativa

Ante la creciente globalización de la economía, muchas empresas participan en actividades internacionales como la exportación, el abasto en otros países, las empresas en participación con socios extranjeros y el establecimiento de filiales para la producción y las ventas en el extranjero. Los flujos de efectivo de estas empresas son muy sensibles a las variaciones en los tipos de cambio. El objetivo de la administración de la exposición operativa es estabilizar los flujos de efectivo ante las fluctuaciones de los tipos de cambio.

Dado que una empresa queda expuesta al riesgo cambiario principalmente en razón del efecto que las variaciones de los tipos de cambio tienen en su posición competitiva, es importante considerar la administración de la exposición de cambio dentro del contexto de la planeación estratégica de la empresa a largo plazo. Por ejemplo, al tomar decisiones estratégicas como las de elegir dónde ubicar instalaciones productivas, dónde comprar materiales y componentes y dónde vender productos, la empresa debe tomar en cuenta el efecto que las divisas tendrán en los flujos de efectivo futuros globales. Por lo tanto, la administración de la exposición operativa no es una cuestión táctica de corto plazo. La empresa puede utilizar las estrategias siguientes para administrar la exposición operativa:

1. Elección de plazas que ofrezcan costos bajos de producción.
2. Aplicación de una política flexible para las fuentes de abastecimiento.
3. Diversificación del mercado.
4. Diferenciación de productos y actividades de IyD.
5. Cobertura financiera.

Elección de plazas que ofrezcan costos bajos de producción

Cuando la moneda nacional es sólida o se espera que se fortalezca, se erosiona la posición competitiva de la compañía, ésta puede optar por ubicar sus instalaciones productivas en un país que ofrezca costos bajos debido a que su moneda está subvaluada o que los factores de producción tienen precios bajos. Recientemente, los fabricantes japoneses de automóviles, inclusive Nissan y Toyota, han ido trasladando su producción a instalaciones fabriles en Estados Unidos con el fin de mitigar el efecto negativo que un yen fuerte tiene en las ventas en Estados Unidos. Los fabricantes alemanes de automóviles, como Daimler Benz y BMW, también decidieron ubicar instalaciones fabriles en Estados Unidos por la misma razón. El recuadro de “Las Finanzas Internacionales en la práctica”, denominado “Un yen fuerte y la decisión de Toyota” ofrece un ejemplo del mundo real.

Asimismo, la empresa tal vez decida ubicar y mantener instalaciones productivas en muchos países con el propósito de manejar el efecto de las variaciones de los tipos de cambio. Considere el caso de Nissan, que cuenta con instalaciones fabriles en Estados Unidos y México, así como en Japón. Diversas plantas productivas brindan a Nissan mucha flexibilidad respecto del lugar para producir, dados los tipos de cambio que prevalezcan. En años recientes, el yen se apreció sustantivamente frente al dólar, pero el peso mexicano se depreció frente al dólar. Ante esta circunstancia de los tipos de cambio, Nissan optó por incrementar su producción en Estados Unidos, pero más en México, a efecto de servir al mercado estadounidense. De hecho, ésta fue la reacción de Nissan ante el incremento del yen en años recientes. No obstante, tener



El yen fuerte y la decisión de Toyota

Αντε λα φορταλέα δελ ψεν εν α)οσ ρεχιεντες, θυε προποχαβα ελ ενγαρεχιμιεντο δε λασ εξπορταχιονεσ φαπνονεσασ, Τοιμοτα, ελ φαβριχαντε δε αυτοσ μ(σ γρανδε δε θαπ(ν, οπτ(πορ τρασλαδαρ συ προδυχι(ν δε θαπ(ν α ινσταλαχιονεσ φαβριλασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ, δονδε ελ χοστο δε προδυχι(ν εσ μ(σ βαφο. Τοιμοτα πιενσα ινχρεμιενταρ συ προδυχι(ν εν Εσταδοσ Υνιδοσ αλρεδεδορ δε 50% παρα 1996, εν χομπαραχι(ν χον λα δε 1993. Εν χονσεχυνεχια, Τοιμοτα εσπερα θυε συσ εξπορταχιονεσ α Εσταδοσ Υνιδοσ βαρεν αλρεδεδορ δε 30% εν εσε μισμο περιοδο. Ελ φαβριχαντε δε αυτομ(βιλασ ταμβι(ν πιενσα δυπλαχαρ λα προδυχι(ν δε μοτορεσ εν συ πλαντα δε Γεοργετωων, Κεντυκην. Αδεμ(σ δε αυμενταρ συσταντιπαμεντε λα προδυχι(ν δε αυτομ(βιλασ εν συ φ(βριχα δε Γεοργετωων, Τοιμοτα ταμβι(ν εστ(τρασλαδαο λα προδυχι(ν δε τοδοσ λα χαμιονεσ πιγκυλ θυε σε πενδεν εν Εσταδοσ Υνιδοσ δε θαπ(ν α Φρεμοντ, Χαλιφορνια.

Εν χονσεχυνεχια, λοσ παη(χλοσ φαβριχαδοσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ρεπερσενταρ(ν μ(σ δε 60% δε λασ πεντασ δε Τοιμοτα εν Εσταδοσ Υνιδοσ εν 1996 (αλρεδεδορ δε 800 000 υνιδαδεσ), εν χομπαραχι(ν χον 46% δε 1993. Τοιμοτα ταμβι(ν αυμενταρ(συσ εξπορταχιονεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ α υνοσ 80 000 παη(χλοσ παρα 1996, υν ινχρεμιεντο δελ ορδεν δε 60% εν χομπαραχι(ν χον λασ 50 000 υνιδαδεσ εξπορταδασ εν 1993. Λα χομπα(χ(α εσπερα θυε λοσ εμπλεοσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ χρεζ(χαν υν 23%, α 6 000

τραβαφαδορεσ, παρα 1996 εν συ πλαντα δε Γεοργετωων. Αλ μισμο τιεμπο, λα αδθυισχι(ν δε παρτεσ ψ ματεριαλεσ εσταδουνιδενεσ αυμενταρ(αλρεδεδορ δελ 40%, α 6 450 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ, εν χομπαραχι(ν χον λοσ 4 650 μιλλονεσ δε 1993.

Αδεμ(σ, δε τρασλαδαρ συ προδυχι(ν ψ συσ φυεντεσ δε αβασ-τεχιμιεντο α Εσταδοσ Υνιδοσ, Τοιμοτα εμπλεα απραχαποσ χοντρα-τοσ δε αρρενδαμιεντο παρα χερραρ λα βρεχηα δε λοσ πρεχιοσ δε λασ ιμπορταχιονεσ. Δαδο θυε λα χομπα(χ(α νο τιενε θυε ελεπαρλασ ταριφασ δε λοσ αρρενδαμιεντοσ μενσυαλεσ αλ ριτμο δελ ινχρεμιεντο δελ ψεν, λοσ αυτοσ λε ρεσυλταν μ(σ απραχαποσ α λοσ χονσυμιδορεσ εσταδουνιδενεσ, α πεσαρ δε θυε λα χομπα(χ(α χορρε ελ ριεσγο δε तेнер θυε τομαρ π(ρδιδασ χυανδο λοσ ρεπενδα.

Σι βιεν τρασλαδαρ λα προδυχι(ν α Εσταδοσ Υνιδοσ αυνδαρ(α Τοιμοτα α σαλρ δελ προβλεμα δελ δ(λαρ(ψεν, ασ(χομο α μαντενερ συ παρτιχιπαχι(ν εν ελ μερχαδο δε Εσταδοσ Υνιδοσ, ταμβι(ν αυμενταρ(ελ προβλεμα δε εξχεσο δε χαπαχιδαδ(δε Τοιμοτα θυε λα λλεπαρ(α λα συβυτιλιζαχι(ν δε λασ πλαντασ ναχιοναλεσ ψ α λα π(ρδιδα δε εμπλεοσ. Ηαμ θυιενεσ σε πρεοχυπαν πορ λα παρσιστενχηα δε λα φορταλέα δελ ψεν, ελλο ποδρ(α σαχαπαρλα εχονομ(α φαπνονεσα.

Φυεντε: Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι(ν δε *Τηε Οαλλ(Στραετ θουρναι*, 20 δε διχημ-βρε δε 1994, π. Α11. ♣ 1994 Δοω θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχησο μυνδιαλεε ρεαερπαδοσ.

muchas plantas para las manufacturas podría impedir que la empresa aproveche las economías de escala, y con ello elevar el costo de la producción. Este costo más elevado puede eliminar, en parte, las ventajas de tener muchas plantas productivas.

Aplicación de una política flexible para las fuentes de abastecimiento

Aun cuando la compañía sólo tenga instalaciones fabriles en su propio país, puede reducir en gran medida el efecto de las variaciones del tipo de cambio si se abastece de fuentes donde los costos de los insumos sean bajos. A principios de la década de 1980, cuando el dólar estaba muy fuerte ante casi todas las monedas sólidas, las compañías multinacionales estadounidenses con frecuencia compraban materiales y componentes a proveedores extranjeros que ofrecían costos bajos, a efecto de evitar que sus precios elevados las sacaran del mercado.

En años recientes, ante un yen fuerte, muchas compañías japoneses adoptan esas mismas prácticas. Es sabido que los fabricantes japoneses, especialmente los de la industria de los automóviles y los electrónicos de consumo, dependen enormemente de las partes y los productos intermedios de países que tienen costos bajos, como Tailandia, Malasia y China. La flexibilidad para las fuentes de abastecimiento no se limita a los materiales y las partes. Las compañías, con el fin de ser competitivas, también pueden contratar trabajadores invitados a bajo costo, procedentes de otros países, que a los trabajadores nacionales que cuestan más. Por ejemplo, Japan Airlines es famosa porque contrata a muchos extranjeros para sus tripulaciones, con la intención de ser competitiva en las rutas internacionales ante un yen fuerte.

Diversificación del mercado

Otra forma de manejar la exposición de los tipos de cambio consiste en diversificar el mercado de los productos de la empresa tanto como sea posible. Suponga que General Electric (GE) venda generadores de electricidad en México y en Alemania. La reducción de ventas en México debido a la apreciación del dólar frente al peso quedaría compensada por el incremento de ventas en Alemania debido a la depreciación del dólar frente al euro. Por lo tanto, los flujos de efectivo globales de GE serán mucho más estables que si GE sólo vendiera en un mercado extranjero, fuera México o Alemania. Dado que los tipos de cambio no siempre se mueven en la misma dirección, la empresa podrá estabilizar los flujos de efectivo operativos al diversificar el mercado para sus exportaciones.



Porsche alimenta sus ganancias con jugadas cambiarias

Stephen Power

Φρανκφουρτ

Λα δεβιλιαδὰ δελ δίγλαρ αφερχτα α μυχηος φαβριχαντες ευροπεος δε αυτομ (πίλες, περο Πορσχη ΑΓ παρεχε ηαβερ ενχοντραδο λα σολυα (ν αλ υτιλιζαρ ελ δεβιλυχηο δίγλαρ παρα μαροραρ συς ρεσουλταδος.

Λος αναλυστας δε ινπερσιονες πιενσαν θυε λασ απυεστας σοφιστικαδὰς δε μονεδας (ψ νο λος αυτος δεπορτιπος χομο ελ 911) στον λος θυε λλεναν δε ενεργή α λασ υτιλιδαδὲς δε Πορσχη. Υνο δε ελλος εσ Γολδμαν Σαχης, θυε εστιμα θυε ηαστα 75% δε λασ υτιλιδαδὲς αντες δε ιμπυεστος δε λα χομπα)α ο ηαστα 800 μιλλονες (1 070 μιλλονες δε δίγλαρ) δε λος 1 100 μιλλονες δε ευρος θυε Πορσχη ρεπορτ (παρα ελ εφερχιχο φισχλ αλ 31 δε φυλια προχεδ) αν δε συ χαπαχιδαδ παρα εφερχταρ η(βιλμεντε οπχιονες δε διπιασας. Οτρος αναλυστας αφιρμαν θυε εσε πορχενταρε εσ δεμασιαδο ελεπαδο, περο λα μαγορ παρτε δε λος οβστερπαδορες δε λα ινδυστρια αυτομοπιλίσταχα ευροπεα χοινχιδεν εν θυε εσ προβαβλε θυε Πορσχη χονσιγα υνα γραν παρτε δε συς υτιλιδαδὲς οπερατιπιασ γραχιασ α συς η(βιλες φυγαδὰς χον διπιασας.

Ηολγερ Ηαερτερ, ελ διρεχτορ γενεραλ δε φινανζας δε λα χομπα)α, νο θυισο ηαχερ χομενταριο αλγυνο σοβρε συς υτιλιδαδὲς χαμβιαριας. Μανφρεδ Αψασσε, υν ποχερο δε λα εμπρεσα, ρεχονοχε θυε λα χοβερτυρα δε Πορσχη γενερα υνα υτιλιδαδ ψ θυε φορμα παρτε ιμπορταντε δε συ εστρατηγια γενεραλ. Διχε θυε λα εξποσιχι (ν χαμβιαρια δε Πορσχη εστ(πορ χομπλετο χυβιερα ηαστα ελ 31 δε φυλιο δε 2007 ψ θυε ελ φαβριχαντε δε αυτος τραβιαρα παρα εζ-

τενδερ συ προτερχι (ν μυχηο δεσπυ(σ δε εσα φεχηα. (Πορ χομπλετο χυβιερα(σε ρεφιερε α τομαρ ποσιχιονες εν διπιασας, χον ελ φιν δε προτεγερ τοδος λος ινγρεσος δε λα χομπα)α χοντρα λος μοπιμιεντος δελ μερχαδο δε διπιασας, περο λασ οπχιονες δε (στας ψ οτρος προδυχτος δεριπαδος ταμβι(ν πυεδεν σερ χεντρος δε υτιλιδαδὲς, λο χυαλ δεπενδε δε θυε λα χομπα)α σεπα ηαχερ βιεν συς απυεστας.

Σιν μαγορ ελαβοραχι (ν Αψασσε διχε θυε λος ινγρεσος χαμβιαριος δε Πορσχη θυε ηα εστιμαδο Γολδμαν στον (δεμασιαδο ελεπαδος(ψ θυε (πορ μυχηο, λα μαγορ παρτε(δε λασ υτιλιδαδὲς δε Πορσχη προπιενεν δε λασ πεντας δε αυτος.

Εντρε οτρος αναλυστας μ(ς, Μιχηαελ Ρααβ δε Σολ, Οππενηειμ & Χιε, δε Φρανκφουρτ, ψ Στεπην Χηετηαν, δε Στανφορνδ ψ Χ. Βερνσταιν δε Λονδρες πιενσαν θυε Πορσχη περχιβε εντρε 40 ψ 50% δε συ υτιλιδαδ αντες δε ιμπυεστος γραχιασ α λασ χοβερτυρας.

Ελ απαρεντε (ξίτο δε Πορσχη παρα οβτενερ υνα υτιλιδαδ, αλ μισιμο τιεμπο θυε αγυαντα λασ χαδὰς δελ δίγλαρ, εσ αλγο ραρο εν εστας φεχηας, αυν χυανδο λος φαβριχαντες δε αυτομ (πίλες λο ηαν ποδιδο ηαχερ εν ελ πασαδο. Πορ εφεμπλο, ελ α)ο πασαδο, μιεντρας συ υνιδαδ εν Εσταδος Υνιδος βαπαλλαβα, Δαμιλερ-Χηηψσλερ ΑΓ γαν (χιεντος δε μιλλονες δε ευρος γραχιασ α λα χοβερτυρα δε λασ διπιασας.

Νο οβσταντε, πορ λο γενεραλ, ελ ευρο σ(λιδο ηαχε θυε λος αυτος αλεμανες, λος πινος φρανχεσος ο λος μεδιχαμεντος βριτ(νιχος ρε-

En ocasiones se arguye que una compañía puede reducir su exposición cambiaria si se diversifica con diferentes líneas de negocios. La idea es que, aun cuando cada negocio individual pueda estar expuesto al riesgo cambiario en cierta medida, la empresa entera no enfrentará una exposición sustantiva. No obstante, cabe señalar que la empresa no se debe dedicar a nuevas líneas de negocios exclusivamente para diversificar su riesgo cambiario, porque la expansión del conglomerado puede producir ineficiencia y pérdidas. La expansión a nuevos negocios debe justificarse por mérito propio.

Diferenciación de productos y actividades de IyD

La inversión en actividades de IyD puede permitir que la empresa mantenga y fortalezca su posición competitiva ante movimientos adversos en los tipos de cambio. Las actividades exitosas de IyD permiten a la empresa abatir costos y mejorar la productividad. Además, estas actividades pueden llevar a la introducción de productos nuevos y únicos, de los cuales los competidores no puedan ofrecer sustitutos cercanos. Dado que la demanda de productos únicos suele ser muy inelástica (es decir, insensible al precio), la empresa quedaría menos expuesta al riesgo cambiario. Por otra parte, la empresa puede luchar por conseguir que los consumidores perciban que su producto en efecto es diferente de los que ofrecen los competidores. Cuando el producto de la compañía adquiere una identidad única es menos probable que la demanda sea sensible al precio.

Volvo, el fabricante sueco de automóviles, es un buen ejemplo de este caso. La compañía invirtió mucho para reforzar las características de seguridad de sus automóviles y consiguió crearse la fama de fabricante de autos seguros. Esta reputación, reforzada por una campaña de marketing bien enfocada, “Volvo para la vida”, ayudó a la compañía a ocupar un nicho entre los consumidores que piensan en la seguridad, dentro de los mercados mundiales de automóviles que están tan competidos.

συλταν μ(ς χαρσ α λος χλιεντες θυε παγαν εν δ(λαρες ψ περρυδιχα α λος φαβριχαντες ευροπεος.

Εντρε λος φαβριχαντες δε αυτομ(πιλες, ζολκσωαγεν ΑΓ εσπερα υνα π(ρδιδα δε 1 300 μιλλονες δε δ(λαρες εν Εσταδος Υνιδος παρα εστε α)ο, εν γραν παρτε χομο ρεσυλαδο δε λα φορταλεζα δελ δ(λαρ. Λα υνιδαδ θαγυαρ δε Φορδ Μοτορ Χο. ηα διχηο θυε ελ δεσλιζαμιντο δελ δ(λαρ ηα χοντριβυιδο α συ δεχισι (ν δε ρεχορταρ 12% συ προδυχι (ν εστε α)ο. ΒΜΩ ΑΓ ψ λα διπσι (ν Μερχεδεδ δε Δαιμλερ-Χηηισλερ συν λος μενος αφεχταδος πορθυε, α διφερενχια δε Πορσχη ψ ζολκσωαγεν, αμβιοσ οπεραν πλαντας εν Εσταδος Υνιδος θυε εξπορταν αυτος α Ευροπα, λο χυαλ λες βρινδα υνα χοβερτυρα ναυραλ χοντρα λος βανδαζος δε λος τιπος δε χαμβιο.

Αψερ πορ λα ταρδε εν Νυεπα Ψορκ ελ τιπο δε χαμβιο δελ δ(λαρ ερα δε Ξ1.347, χερχα δε συ μ(νιμο ηισ(ριχο, φρεντε αλ ευρο. (ε(ασε αρ(χυλο ρελαχιοναδο εν λα π(γυνα Χ2).

Εσ διψ(χιλ δετερμιναρ χον εξαχτιυδ χυ(ντο γανα Πορσχη δε συσ οπχιονες δε διπσις, πορθυε λα χομπα(χ(α χοντρολαδα πορ λα φαμ(λια σ(λο ρεπορτα συσ ινγρεσος δος πεχεσ αλ α)ο. Λα χομπα(χ(α ταμβι(ν προπορχιουα μενος δεταλλες σοβρε συσ πρ(χτιχας χονταβλεσ θυε οτροσ φαβριχαντες δε αυτομ(πιλες.

Σιν εμβαργο, εν συ ινφορμε, Γολδμαν σε(αλα θυε, εν συσ λιβροσ, Πορσχη πρεσεντα λας γανανχιασ δε λα χοβερτυρα εν ελ ρυβρο δε χοστο δε ματεριαλεσ δεντρο δε συ εσταδο δε π(ρδιδασ ψ γανανχιασ. Εστε βανχο δε ινπερσι (ν σε(αλα θυε εν ελ αφερχιχο φισχ(αλ δε 2002-2003, λος χοστος δε λας ματεριασ πριμασ δε Πορσχη βαφαρον 7%, α πεσαρ δε θυε λα χομπα(χ(α φαβριχ(33% μ(ς αυτομ(πιλες θυε ελ α)ο αντεριορ. Γολδμαν διχε θυε λα δισμιυχι (ν δε χοστος δε δεσαρρολλο ψ οτροσ αηορροσ νο (βασταν(παρα γενεραρ ταλ δισμιυχι (ν.

Πορσχη νο δεσχηριβε συ τ(χνιχα παρα χυβριρσε, περο Γολδμαν Σαχης πινσα θυε ελ φαβριχαντε δε αυτομ(πιλες, εν εσενχια, απυεστα α υν δ(λαρ δ(βιλ ψ λε χομπρα α υν τερχερο (πρεσυνταμιν-

τε υν βανχο) λα οπχι (ν δε χαμβιαρ δ(λαρες πορ ευροσ α υν τιπο δε χαμβιο αρτιφχια(αμιντε βαφο παρα ελ ευρο; πορ εφεμπλο, 96 χενταποσ δε δ(λαρ πορ ευρο.

Γολδμαν εξπλιχα θυε σι ελ παλορ δελ δ(λαρ εν ελ μερχαδο αφιερτο χαιε πορ δεβαφο δε εσε νιπελ(πορ δεχιρ, Ξ1.20 πορ ευρο), Πορσχη οβτινε υν αβυλταδο ρενδιμιντο εν αφεχτιπο. Πορ ελ χοντραριο, σι ελ δ(λαρ σε φορταλεχε, λας (νιχας π(ρδιδασ θυε αφρε Πορσχη συν λας πριμασ θυε ηα παγαδο πορ χομπραρ εσασ οπχιονες. Αυν χυανδο λας πριμασ συν ελεπαδασ (δελ ορδεν δε 2% ανυαλ δελ μοντο τοταλ θυε Πορσχη θυιτερ χυβριρ ο 20 μιλλονες δε δ(λαρες σοβρε ινγρεσος ηιποτ(τιχοσ εν Εσταδος Υνιδος πορ μιλ μιλλονες δε δ(λαρες), Πορσχη σε τυεδε δαρ ελ λυφο δε παγαρλασ, να θυε συσ μ(ργενες δε υπλιδαδ σε χυενταν εντρε λος μ(ς ελεπαδοσ δε λα ινδυστρια.

Γολδμαν Σαχης μενχιουα θυε λος νιπελεσ δε υπλιδαδ δε Πορσχη συν ινσοστενιβλεσ. Χηεετηαν, ελ αναλιστα δε Βερνστειν, χονχιδε ψ εξπλιχα: (α χοβερτυρα εσ σ(λο υνα χυεστι (ν δε χορτο πλαζο.

Πρεπαρ λος βανδαζος δελ δ(λαρ εσ χρ(τιχο παρα Πορσχη, θυε φαβριχα συσ αυτομ(πιλες πορ χομπλετο εν Ευροπα, περο γενερα εντρε 40 ψ 45% δε συσ πεντας εν Εσταδος Υνιδος. Α φιναλεσ δε λα δ(χαδα δε 1980 ψ πρινχιπιος δε λα δε 1990, Πορσχη νο ρεαλιζ(υν γραν εσφυερζο παρα προτεγερεσε χοντρα λος αφεχτος χαμβιαριοσ, πυεσ ελεψ(συσ πρεχιος ηαστα τρεσ πεχεσ αλ α)ο εν ρεστυεστα α λα δεβιλιδαδ δελ δ(λαρ. Ελ ρεσυλαδο φυε θυε λας πεντας δε Πορσχη εν Εσταδος Υνιδος βαφαρον δε 30 000 αυτομ(πιλες εν 1986 α 4 500 εν 1992.

Αψασσε ρεχονοχε θυε λα χομπα(χ(α ελεψ(συσ πρεχιος χον δεμασιαδα φρεχυνχια, περο διχε θυε οτροσ φαβριχαντες δε αυτομ(πιλες (χομετιερον ελ μιςμο ερρορ(ψ α)αδε: (No θυερεμοσ ενχοντραρνοσ χον σορπρεσασ νεγατιπασ εν λος πρ(ξιμοσ α)οσ.

Φυεντε: Τηε Ωαλλ Σπρεετ θουρναλ, 8 δε διχηεμβρε δε 2004, π. Χ3. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζαχι (ν.

Cobertura financiera

Aun cuando no es un sustituto para los planteamientos de la **cobertura de las operaciones** en el largo plazo, antes explicadas, la **cobertura financiera** se puede utilizar para estabilizar los flujos de efectivo de la compañía. Por ejemplo, la empresa puede tomar a préstamo o prestar divisas extranjeras a largo plazo. Asimismo, la empresa puede utilizar contratos de opciones o de forwards de divisas y manejarlos de forma revolvente, si fuera necesario. Cabe señalar, que los contratos financieros existentes se diseñaron para cubrir las variaciones de los tipos de cambio nominales y no las de los reales. Dado que las variaciones de los tipos de cambio reales afectan la posición competitiva de la empresa, los contratos financieros sólo pueden proporcionar, en el mejor de los casos, una cobertura aproximada de la exposición operativa de la compañía. No obstante, si las coberturas de las operaciones, que entrañan el desembolso de recursos, son costosas o poco prácticas, los contratos financieros pueden proporcionar a la empresa una forma flexible y económica de manejar la exposición cambiaria. El recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Porsche alimenta su utilidad con jugadas de divisas” explica la forma en que el fabricante alemán de autos maneja su exposición cambiaria mediante coberturas financieras.

APLICACIÓN DE UN CASO

La administración del riesgo cambiario en Merck³

Παρα αναλιζαρ χον μαγορ δετερμινεμτο λα φορμα εν θυε λας χομπα(χ(ασ μανεραρ δε ηεχηο συ εξποσιχι (ν χαμβιαρια, ηεμοσ ελεγιδο α Μερκ & Χο. Ινχορπορατεδ, υν ιμπορταντε λαβορατοριο φαμαχ(υτιχο εσταδουνιδενσε, παρα εστυδιαρ συ πλαντεαμιντο δε λα αδμινιστραχι (ν δε λα εξποσιχι (ν χαμβιαρια γλοβαλ. Αυν χυανδο λα δεχισι (ν δε χοβερτυρα ρεαλ δε Μερκ ρεφλερα

³ Este caso se tomó de Lewent y Kearney, 1990.

λα σιτυαχι ἴν δε συσ προπιασ αχιτιπιδάδες μερχαντιλεσ, ελ μαρχο β(σιχο παρα μανεφαρ λα εξποσι-
χι ἴν χαμβιαρια πυεδε ρεσυλταρ ινφορματιτω παρα στρασ χομπα)ἴ ας.

Μερχκ & Χο. σε δεδιχα, πρινχιπαλμεντε, α δεσαρρολλαρ, προδυχρι ψ χομερχιαλιζαρ προδυχτος
φαρμαχἴ υτιχοσ παρα ελ χυιδαδο δε λα σαλυδ. Χομο χομπα)ἴ α μιλτιναχιοναλ οπερα εν μ(σ δε
100 παἴσσεσ. Εν 1989, Μερχκ ρεγιστρἴ πεντασ μυνδιαλεσ πορ 6 600 μιλλονεσ δε δἴλαρεσ ψ τενἴ α
υνα παρτιχιπαχι ἴν δελ ορδεν δε 4.7% δελ μερχαδο μυνδιαλ. Λοσ πρινχιπαλεσ χομπετιδορεσ
εξτρανφεροσ δε Μερχκ στον λαβορατοριοσ ευροπεοσ ψ αλγυνοσ φαπονεσεσ εμεργεντεσ. Μερχκ
σε χυεντα εντρε υνο δε λοσ λαβορατοριοσ φαρμαχἴ υτιχοσ εσταδουινδενεσεσ μ(σ οριενταδο α λασ
αχιτιπιδάδες ιντερναχιοναλεσ ψ συσ αχιτιποσ εν ελ εξτεριορ ρεπρεσενταν αλρεδεδορ δε 40% δελ
τοπαλ δε λα εμπρεσα ψ αλρεδεδορ δε 50% δε συσ πεντασ σε ρεαλιζαν εν ελ εξτρανφερο.

Χομο εσ τἴ πιχο δε λα ινδυστρια φαρμαχἴ υτιχα, Μερχκ εσταβλεχι ἴ συβσιδιαριασ εν ελ εξτεριορ.
Ποσασ συμαν υνασ 70 ψ στον λασ ενχαργαδασ δε τερμιναρ λοσ προδυχτος ιμπορταδοσ ψ δε χο-
μερχιαλιζαρλοσ εν λοσ μερχαδοσ λοχαλεσ δε λασ συβσιδιαριασ. Λασ πεντασ σε δενομιναν εν λασ
μονεδασ λοχαλεσ ψ, πορ λο ταντο, λασ φλυχταχιονεσ δε λοσ τιποσ δε χαμβιο αφεχταν διρεχταμεν-
τε α λα χομπα)ἴ α. Λοσ χοστοσ στον χοντραἴ δοσ, εν παρτε, εν δἴλαρεσ εσταδουινδενεσεσ χυανδο
σε τραπα δε ινπεστιγαχιονεσ ψ προδυχχι ἴν β(σιχασ ψ, εν παρτε, εν τἴ ρμινοσ δε λασ μονεδασ
λοχαλεσ, χυανδο σε τραπα δε τερμιναδο, μαρκετινγ, διστριβυχι ἴν ψ δεμ(σ. Μερχκ δεσχυβρι ἴ
θυε λοσ χοστοσ ψ λοσ ινγρεσοσ νο χοινηδιἴ αν εν λασ μονεδασ ινδιπιδαλεσ δεβιδο πρινχιπαλ-
μεντε α θυε λασ οπεραχιονεσ δε ινπεστιγαχι ἴν, προδυχχι ἴν ψ αχιτιπιδάδες δε λα οφιαχια ματριζ
σε χονχεντραβαν εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

Παρα ρεδυχρι εστε δεσεθυλιβριο εντρε λασ μονεδασ, Μερχκ πριμερο χονσιδερ ἴ λα ποσιβι-
λιδαδ δε ρεδιστριβυιρ ρεχυροσ α αφεχτο δε χαμβιαρ λοσ χοστοσ εν δἴλαρεσ α στρασ μονεδασ.
Νο οβσταντε, λα χομπα)ἴ α δεχιδι ἴ θυε ρευβιχαρ α λοσ εμπλεαδοσ ψ λασ πλάζασ δε προδυχχι ἴν
ε ινπεστιγαχι ἴν νο ερα υνα μανερα πρ(χιχα, χον χοστοσ αφεχτιποσ, δε αφρονταρ λα εξποσιχι ἴν
χαμβιαρια. Υνα πεζ θυε ηαβἴ α δεχιδιδο θυε λα χοβερτυρα δε λασ οπεραχιονεσ νο ερα χονπενιεν-
τε, Μερχκ χονσιδερ ἴ λα αλτερνατιπα δε λα χοβερτυρα φινανχιερα, ψ δεσαρρολλἴ υν προχεδιμιεντο
δε χινχο πασοσ παρα λα χοβερτυρα φινανχιερα:

1. Προνοστιχαρ λοσ τιποσ δε χαμβιο.
2. Επαλυαρ ελ αφεχτο δελ πλαν εστρατἴ γιχο.
3. Λα λἴ γιχα δε λα χοβερτυρα.
4. Λοσ ινστρυμεντοσ φινανχιεροσ.
5. Ελ προγραμμα δε χοβερτυρα.

Paso 1: Pronosticar los tipos de cambio

Ελ πριμερ πασο ιμπονε αναλιζαρ λα προβαβιλιδαδ δε θυε ηαμα ινοπιμιεντοσ χαμβιαριοσ αδ-
περσοσ. Ελ περσοναλ δε τεσορερἴ α εστιμα λοσ ρανγοσ ποσιβλεσ δε λα φορταλεζα ο λα δεβιλιδαδ δελ
δἴλαρ δεντρο δελ ηοριζοντε δε υν πλαν θυινθυεναλ. Παρα ηαχερλο, τομα εν χυεντα λοσ φοχτορεσ
πρινχιπαλεσ θυε εσπερα θυε ινφλυμαν εν λοσ τιποσ δε χαμβιο, χομο ελ δἴ φιχιτ χομερχιαλ δε
Εσταδοσ Υνιδοσ, λοσ φλυφοσ δε χαπιταλ, ελ δἴ φιχιτ πρεσυπωεσταλ δελ παἴσ ψ λασ παλἴ τιασ π βλιχασ
παρα λοσ τιποσ δε χαμβιο. Ταμβιἴ ν σονδεα λα οπινι ἴν δε προνοστιχαδορεσ δελ εξτεριορ παρα
χονοχερ συ περσπεχτιπα δελ χομπορταμιεντο δελ δἴλαρ δεντρο δελ ηοριζοντε δελ πλαν.

Paso 2: Evaluar el impacto del plan estratégico

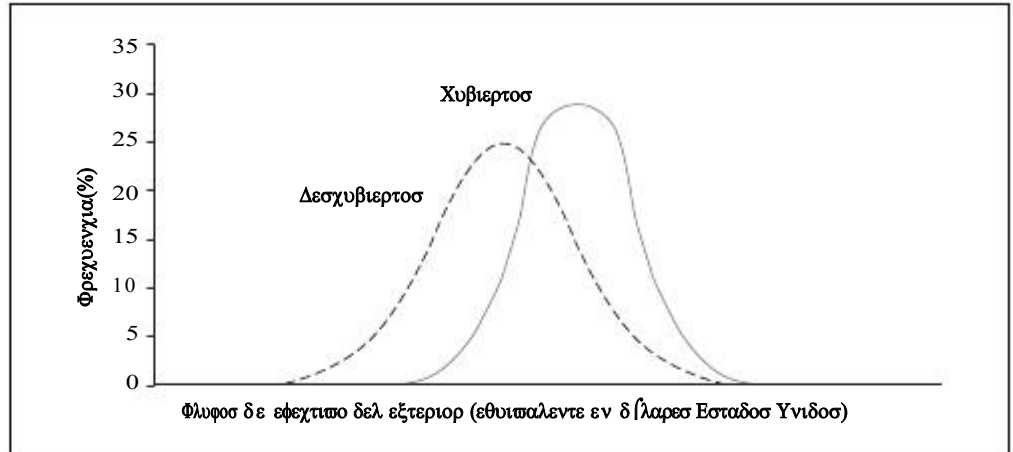
Υνα πεζ θυε σε ηαν εστιμαδοσ λοσ ρανγοσ δελ τιπο δε χαμβιο, σε προψεχταν λοσ φλυφοσ δε αφεχ-
τιπο ψ λασ υτιλιδαδες, σε χομπαραν χονφορμε α διστιντοσ εσχεναριοσ δελ τιπο δε χαμβιο, πορ
εφεμπλο υν δἴλαρ φυερτε ο υνο δἴ βιλ. Εσασ προψεχχιονεσ σε ηαχεν σοβρε υν αχυμυλαδο δε
χινχο α)οσ, ψ νο α)ο πορ α)ο, πορθυε λοσ ρεσυλταδοσ αχυμυλαδοσ προπορχιοναν ινφορμαχι ἴν
μ(σ ἴαλ ρεσπεχτο δε λα μαγνιτυδ δε λα εξποσιχι ἴν χαμβιαρια ασοχιαδα αλ πλαν δε λαρχο πλάζο
δε λα χομπα)ἴ α.

Paso 3: Decidir por la cobertura o no

Παρα δεχιδιρ σι χυβριρ λα εξποσιχι ἴν χαμβιαρια ο νο, Μερχκ σε χονχεντρἴ εν ελ οβρεπιτω δε
μαξιμιζαρ λοσ φλυφοσ δε αφεχτιπο α λαρχο πλάζο ψ εν ελ αφεχτο θυε λοσ μοπιμιεντοσ δε λοσ τιποσ
δε χαμβιο ποδρἴ αν τενερ εν λα χαπαχιδαδ δε λα εμπρεσα παρα αλχαναζαρ συσ οβρεπιτοσ εστρατἴ-
γιχοσ. Α φιναλ δε χυεντασ, εστε ενφοθυε πρετενδε μαξιμιζαρ ελ πατριμονιο δε λοσ αχχιονιστασ.
Μερχκ δεχιδι ἴ θυε σε χυβριρἴ α πορ δοσ ραζονεσ β(σιχασ. Εν πριμερ τἴ ρμινιο, γραν παρτε δε λασ
υτιλιδαδες δε λα χομπα)ἴ α σε γενεραν εν ελ εξτρανφερο, μιεντρασ θυε υνα παρτε ενορμε δε
λοσ χοστοσ σε χοντραεν εν δἴλαρεσ. Εν σεγυνδο, λα πολατιλιδαδ δε λοσ φλυφοσ δε αφεχτιπο πυεδε
αφεχταρ νεγατιπαμεντε λα χαπαχιδαδ δε λα εστρατεγια παρα πονερ εν πρ(χιχα ελ πλαν εστρατἴ γι-

ILUSTRACIÓN 9.12

Flujos de efectivo cubiertos y al descubierto



Φυεντε: θ. Λεωεντ ψ θ. Κεαρνεψ, Ξΰεντιψνιγγ, μεασυρινγγ, ανδ ηεδθιγγ γυρενηγγ ρισκ ατ ΜεργκΞ. Ρεπροδυχιδο χον αυτοριζα- χι (ν δε Βανκ οφ Αμεριχα, θουριναλ οφ Αππλιεδ Χορπορατε Φινανχε, ινπειρο δε 1990.

χο, σοβρε τοδο λασ ινπερσιονεσ εν ΙψΔ θυε σιενταν λασ βασεσ παρα συ χρεχιμιεντο φυτυρο. Παρα τριυμφαρ εν υνα ινδυστρια ταν χομπετιδα, λα χομπα)΄α δεβε χομπρομετερσε, α λαργο πλαζο, θυε δεδιχαρ(υνα γραν χαντιδαδ δε φονδοσ α λα ινπεστιγαχι (ν. Σιν εμβαργο, λα ινχερτιδυμβρε δε λοσ φλυφος δε εφεχτω προποχαδα πορ λα πολλατιδαδ δε λοσ τιποσ δε χαμβιο διφχιλτα λα ποσι- βιλιδαδ δε φυσιφιχαρ υν νιπελ ιμπορταντε δε γαστο παρα λα ινπεστιγαχι (ν. Λα διρεχχι (ν δεχιδι ΄ χυβριρσε χον ελ προπ(σιτο δε δισιμνυιρ ελ εφεχτο θυε λοσ τιποσ δε χαμβιο πολ(τιλεσ ποδρ) αν तेνερ εν λοσ φλυφος δε εφεχτω φυτυροσ.

Paso 4: Elegir los instrumentos para cubrirse

Ελ οβρετιπο ερα εσχογερ ελ ινστρυμεντο παρα χυβριρσε θυε τυπιερα χοστοσ μ(σ εφεχτωσ ψ θυε σε αυφοσταρα α λα πρεφερενγια δε ριεσγοσ δε λα χομπα)΄α. Εντρε λοσ διστιντοσ ινστρυμεντοσ δε χοβερτυρα, χομο λοσ χοντρατοσ δε φορααρδοσ δε διπιασ, λοσ πρ(σταμοσ εν διπιασ εξτρανφερασ ψ λασ οπχιονεσ δε διπιασ, Μεργκ ελιγγ(λασ οπχιονεσ δε διπιασ πορθυε νο θυερ(α δεφαρ πασαρ λασ ποσιβλεσ γανανγιασ εν χασο δε θυε ελ δ(λαρ σε δεπρεχιαρα φρεντε α στρασ μονεδασ, χομο λο ηα πενιδο ηαχιενδο φρεντε α λασ μονεδασ σ(λιδασ δεσδε μεδιαδοσ δε λοσ α)οσ οχηνητα. Μεργκ χονσιδερ(θυε λοσ χοστοσ δε λασ οπχιονεσ εραν χομο πριμασ δε υνα π(λιζα δε σεγυρο δισε)αδα παρα προτεγερ συ χαπαχιδαδ παρα λεσπαρ αλ χαβο συ πλαν εστρατ(γγχο.

Paso 5: Estructuración del programa de cobertura

Δεσπυ(σ δε ελεγυρ λασ οπχιονεσ δε διπιασ χομο συ παρ(χυλο χεντραλ παρα χυβριρσε, λα χομ- πα)΄α τεν(α θυε φορμουλαρ υνα εστρατεγια δε απλαχαχι (ν εν χυαντο αλ πλαζο δε λα χοβερτυρα, ελ πρεχιο δε αφερχιχιο δε λασ οπχιονεσ δε διπιασ ψ ελ πορχενταρε δε υτιλιδαδ θυε χυβριρ(α. Τρασ σιμουλαρ λοσ ρεσυλταδοσ δε διστιντασ εστρατεγιασ παρα λα ινστρυμενταχι (ν δεντρο δε διστιντοσ εσχεναριοσ δε τιποσ δε χαμβιο, Μεργκ δεχιδι((1) χυβριρσε δυραντε υν περιοδο δε παριοσ α)οσ μεδιαντε χοντρατοσ δε οπχιονεσ δε λαργο πλαζο, εν λυγαρ δε χυβριρσε α)ο πορ α)ο, α εφεχτο δε προτεγερ λοσ φλυφος δε εφεχτω εστρατ(γγχοσ δε λα χομπα)΄α, (2) νο υπλιζαρ οπχιονεσ χον ποσι- χιονεσ βαφο λα παρ ο ουτ οφ τηε μονεψ παρα αφορραρ χοστοσ ψ (3) χυβριρσε σ(λο παρχιαλμεντε, δεφαρ ελ ρεμανεντε παρα θυε σε χυβα στολο.

Παρα λα φορμουλαχι (ν δελ προγραμα δε χοβερτυρα θυε τυπιερα εν λο ποσιβλε λοσ χοστοσ μ(σ εφιχιεντεσ, Μεργκ δεσαρρολλ(υν μονελο δε χ(μυτο θυε σιμουλα λα εφεχτιπιδαδ δε διστιντασ εστρατεγιασ δε χοβερτυρα. Λα υλοστραχι (ν 9.12 πρεσεντα υν εφεμπλο δε λοσ ρεσυλταδοσ δε λα σιμουλαχι (ν ψ χομπαρα λασ διστριβυχιονεσ δε λοσ φλυφος δε εφεχτω χυβριρτοσ ψ αλ δεσχυβιερ- το. Εσ επιδεντε θυε λα διστριβυχι (ν δε λοσ φλυφος δε εφεχτω χυβριρτοσ τιενε υνα μεδια μ(σ ελεπαδα ψ υνα δεσπιαχι (ν εσ(νδαρ μ(σ βαφο θυε λα διστριβυχι (ν δε λοσ φλυφος δε εφεχτω αλ δεσχυβιερτο. Εν ελ χαπ(τυλο 8 εξπλιγαμοσ θυε λα χοβερτυρα νο σ(λο ρεδυχε ελ ριεσγο, σινο θυε ταμβι(ν ινχερεμεντα λοσ φλυφος δε εφεχτω σι υν ριεσγο μενορ βαφα ελ χοστο δε χαπααλ δε λα εμπρεσα ψ συσ οβλιγαχιονεσ τριβυταριασ. Εν εστε εσχεναριο, εσ πρεφεριβλε χυβριρσε θυε νο ηαχερλο.

RESUMEN

En este capítulo explicamos cómo medir y administrar la exposición económica al riesgo cambiario. Asimismo, analizamos la forma en que las compañías manejan el riesgo cambiario en el mundo real.

1. Las variaciones en el tipo de cambio pueden afectar sistemáticamente el valor de la compañía porque influyen en los flujos de efectivo operativos de la empresa así como en los valores de sus activos y pasivos en la moneda local.
2. La exposición de las divisas extranjeras habitualmente se clasifica en tres categorías: exposición económica, exposición de transacciones y exposición por conversión.
3. La exposición económica se definiría como la medida en la que una variación inesperada en los tipos de cambio afectaría el valor de una compañía. La exposición de transacción se definiría como la sensibilidad de los valores en la moneda local de los flujos de efectivo contractuales realizados por la compañía, cuya denominación es en divisas extranjeras, a las variaciones inesperadas en los tipos de cambio. Por otra parte, la exposición por conversión se entiende como la posibilidad de que las variaciones de los tipos de cambio afecten los estados financieros consolidados de la empresa.
4. Si la empresa tiene un activo en una moneda extranjera, su exposición al riesgo cambiario se puede medir correctamente con el coeficiente de la regresión del valor en dólares del activo extranjero al tipo de cambio. Una vez que se conoce la magnitud de la exposición, la empresa puede cubrir su exposición con sólo vender esa exposición forward.
5. A diferencia de la exposición de los activos y los pasivos que se aparecen en los estados financieros, la exposición de las operaciones depende del efecto que las variaciones aleatorias de los tipos de cambio tengan en los flujos de efectivo futuros de la compañía, los cuales no son fáciles de medir. A pesar de esta dificultad, es importante administrar debidamente la exposición operativa, porque ésta puede representar una gran parte del total de la exposición al riesgo de la empresa que la de la exposición contractual.
6. La exposición operativa de una empresa se determina por *a*) la estructura de los mercados en los cuales la empresa se abastece de insumos y vende sus productos y *b*) la capacidad de la empresa para mitigar el efecto que las variaciones del tipo de cambio tienen en su posición competitiva, con el ajuste de sus mercados, mezcla de productos y fuentes de abastecimiento.
7. Como es el caso que la empresa queda expuesta al riesgo cambiario principalmente por vía del efecto que las variaciones en los tipos de cambio tienen en su posición competitiva es importante considerar la administración de la exposición cambiaria dentro del contexto del plan estratégico global a largo plazo de la compañía. El objetivo de la administración de la exposición es estabilizar el flujo de efectivo frente a tipos de cambio que fluctúan.
8. Para administrar la exposición operativa, la empresa puede emplear diversas estrategias, como *a*) elegir plazas de producción que ofrezcan costos bajos, *b*) mantener una política flexible para las fuentes de abastecimiento, *c*) diversificar el mercado, *d*) diferenciar productos y *e*) optar por la cobertura financiera mediante contratos de opciones y de forwards de divisas.

TÉRMINOS CLAVE

coberturas de las operaciones, 237	diversificación del mercado, 235	exposición de transacciones, 227
coberturas financieras, 237	efecto de la competencia, 230	exposición económica, 227
coeficiente de la exposición, 226	efecto de la conversión, 230	exposición operativa, 229
diferenciación de productos, 236	elasticidad de la demanda, 231	política flexible para los suministros, 235
	exposición de los activos, 229	trasladodeltipodecambio, 232

CUESTIONARIO

1. ¿Usted cómo definiría exposición económica al riesgo cambiario?
2. Explique la siguiente afirmación: “La exposición es el coeficiente de regresión.”
3. Suponga que su compañía tiene una posición de acciones de capital en una empresa francesa. Explique la condición en la que la incertidumbre del tipo de cambio del dólar/euro no constituye una exposición cambiaria para su compañía.

4. Explique el efecto de la competencia y el de la conversión que las variaciones en los tipos de cambio tienen en el flujo de efectivo operativo de la empresa.
5. Explique cuáles son los determinantes de la exposición de las operaciones.
6. Explique las implicaciones que la paridad del poder adquisitivo tiene sobre la exposición operativa.
7. General Motors exporta automóviles a España, pero un dólar fuerte frente al euro afecta las ventas de autos de GM en ese país. En el mercado español, GM enfrenta la competencia de fabricantes italianos y franceses de automóviles, como Fiat y Renault, que utilizan el euro como moneda para sus operaciones. ¿Qué tipo de medidas recomendaría usted para que GM pueda conservar su participación del mercado español?
8. ¿Cuáles son las ventajas y las desventajas de una compañía que opta por la cobertura financiera de su exposición operativa, en comparación con la cobertura de las operaciones (como la reubicación de sus instalaciones fabriles)?
9. Explique las ventajas y las desventajas de tener múltiples plazas productivas como cobertura contra la exposición cambiaria.
10. Evalúe la siguiente afirmación: “Una compañía puede disminuir su exposición cambiaria, si se diversifica con varias líneas de negocios.”
11. La incertidumbre cambiaria no siempre significa que las empresas afronten la exposición a un riesgo cambiario. Explique por qué ocurre lo anterior.

PROBLEMAS

1. Suponga que usted es dueño de un terreno en la ciudad de Londres que quiere vender dentro de un año. Como ciudadano estadounidense le preocupa el valor del terreno en dólares. Suponga que la economía británica registra gran auge en el futuro y que el terreno valdrá 2 000 libras y que una libra esterlina valdrá 1.40 dólares. Por otra parte, si la economía británica se desacelera, el terreno valdrá menos, por decir, 1 500 libras, pero la libra estará más fuerte, por decir, \$1.50/£. Usted piensa que existe 60% de probabilidad de que la economía británica florezca y 40% de que se desacelere.
 - a) Estime su exposición (b) al riesgo cambiario.
 - b) Compute la variación del valor en dólares de su terreno que se pueda atribuir a la incertidumbre del tipo de cambio.
 - c) Explique cómo puede cubrir su exposición cambiaria y también estudie las consecuencias de la cobertura.
2. Una empresa estadounidense tiene un activo en Francia y afronta el escenario siguiente:

	Εσταιδο 1	Εσταιδο 2	Εσταιδο 3	Εσταιδο 4
Προβαβλιδαδ	25%	25%	25%	25%
Τιπο σποτ	Ξ1.20/€	Ξ1.10/€	Ξ1.00/€	Ξ0.90/€
P^*	€1 500	€1 400	€1 300	€1 200
P	Ξ1 800	Ξ1 540	Ξ1 300	Ξ1 080

En esta tabla, P^* es el precio en euros del activo propiedad de la empresa estadounidense y P es el precio en dólares de ese mismo activo.

- a) Calcule la exposición cambiaria que afronta la empresa estadounidense.
- b) ¿Cuál es la variación del precio en dólares de este activo, si la empresa estadounidense no se cubre contra esta exposición?
- c) Si la empresa estadounidense se cubre contra esta exposición mediante un contrato de forwards, ¿cuál será la variación del valor en dólares de la posición cubierta?

3. Suponga que usted es un inversionista británico de capital de riesgo que tiene un interés mayoritario en una nueva compañía de comercio electrónico de Silicon Valley. Como ciudadano británico, a usted le preocupa el valor en libras de su posición en acciones estadounidenses. Suponga que, si la economía estadounidense prospera en el futuro, sus acciones valdrán 1 000 000 dólares y el tipo de cambio será de \$1.40/£. Por otra parte, si la economía estadounidense registra una recesión, sus acciones valdrán 500 000 dólares y el tipo de cambio será de \$1.60/£. Usted considera que hay 70% de probabilidades de que la economía estadounidense prospere y 30% de que haya una recesión.
- Calcule su exposición al riesgo cambiario.
 - Calcule la variación del valor en libras de su posición con acciones estadounidenses que se pueda atribuir a la incertidumbre del tipo de cambio.
 - ¿Usted como cubriría esta exposición? Si opta por cubrirse, ¿cuál es la variación del valor en libras de la posición cubierta?

EJERCICIOS DE INTERNET



Coca-Cola, la conocida compañía multinacional estadounidense, obtiene alrededor de las tres cuartas partes de sus ingresos en los mercados extranjeros. Por lo tanto, es muy probable que la compañía esté expuesta a los riesgos cambiarios. Investigue cuáles son las políticas y las prácticas de la compañía para administrar su riesgo cambiario con base en su Informe Anual (10-K) registrado ante la Securities and Exchange Commission, (SEC) de Estados Unidos, sobre todo la sección de la “Administración del riesgo financiero”, que puede obtener en el sitio: www.sec.gov/edgar.

¿Cómo evaluaría el planteamiento de Coca-Cola para administrar su riesgo cambiario?

MINICASO

La exposición económica de Albion Computers PLC

Χονσιδερε ελ χασο 3 δε Αλβιον Χομπυτερσ ΠΛΧ θυε αναλιζαμοσ εν ελ χαπή τυλο. Αηορα συπονογα θυε σε εσπερα θυε λα λιβρα σε δεπρεχιε α 1.50 δ (λαρεσ, αλ βαφαρ δε συ νιπελ οχτυαλ δε 1.60 δ (λαρεσ πορ λιβρα. Εστο ιμπλιχα θυε ελ χοστο εν λιβρασ δε λα παρτε ιμπορταδα (εσ δεχιρ, λος μιχρο-προχεσαδορεσ δε Ιντελ) εσ δε ≤ 341 ($\exists 512/\exists 1.50$). Λασ οτρασ παριαβλασ, χομο ελ πολυμεν δε πεντασ υνιταριασ ψ λα τασα δε ινφλαχι (ν δελ Ρεινο Υνιδο περμανεχεν ινυαλεσ α λασ δελ χασο 3.

- Χαλχλε ελ φλυφο δε εφεχτιπο ανυαλ προπεχταδο εν δ (λαρεσ.
- Χαλχλε λασ π(ρ)ιδιασ/γανανχιασ οπερατιπασ προπεχταδασ παρα ελ πλαζο δε χυατρο α)οσ ασ(χομο ελ παλορ πρεσεντε δεσχονταδο δε παριαχι (ν δε λος φλυφοσ δε εφεχτιπο, θυε σε δεβε α λα δεπρεχιαχι (ν δε λα λιβρα, α παρτιρ δελ χασο βασε θυε σε πρεσεντα εν λα υλοσπραχι (ν 9.6.
- Α(θ)υ(μ)εδιδασ, εν συ χασο, πυεδε τομαρ Αλβιον παρα μιτιγαρ λασ π(ρ)ιδιασ οπερατιπασ προπεχταδασ δεβιδο α λα δεπρεχιαχι (ν δε λα λιβρα?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Adler, Michael y Bernard Dumas, “Exposure to currency risk: definition and measurement”, *Financial Management*, primavera de 1984, pp. 41-50.

Allayannis, George y Eli Ofek, “Exchange rate exposure, hedging, and the use of foreign currency derivatives”, *Journal of International Money and Finance*, núm. 20, 2001, pp. 273-296.

Bartow, Eli y Gordon Bodnar, “Firm valuation, earnings expectations, and the exchange-rate exposure effect”, *Journal of Finance*, núm. 49, 1994, pp. 1755-1785.

Choi, Jongmoo y Anita Prasad, “Exchange rate sensitivity and its determinants: a firm and industry analysis of U.S. multinationals”, *Financial Management*, núm. 23, 1995, pp. 77-88.

- Dornbusch, Rudiger, "Exchange rates and prices", *American Economic Review*, núm. 77, 1987, pp. 93-106.
- Dufey, Guner y S.L. Srinivasulu, "The case for corporate management of foreign exchange risk", *Financial Management*, invierno de 1983, pp. 54-62.
- Eaker, Mark, "The numeraire problem and foreign exchange risk", *Journal of Finance*, mayo de 1981, pp. 419-427.
- Flood, Eugene y Donald Lessard, "On the measurement of operating exposure to exchange rates: a conceptual approach", *Financial Management*, núm. 15, primavera de 1986, pp. 25-36.
- Glaum, M., M. Brunner y H. Himmel, "The DAX and the dollar: the economic exchange rate exposure of german corporations", Working Paper, Europa-Universitat Viadrina, 1998.
- Hekman, Christine R., "Don't blame currency values for strategic errors", *Midland Corporate Finance Journal*, otoño de 1986, pp. 45-55.
- Jacque, Laurent, "Management of foreign exchange risk: a review article", *Journal of International Business Studies*, primavera de 1981, pp. 81-100.
- Jorion, Philippe, "The exchange-rate exposure of U.S. multinationals", *Journal of Business*, núm. 63, 1990, pp. 331-345.
- Lessard, Donald y S. B. Lightstone, "Volatile exchange rates can put operations at risk", *Harvard Business Review*, julio/agosto de 1986, pp. 107-114.
- Lewent, Judy y John Kearney, "Identifying, measuring and hedging currency risk at merck", *Journal of Applied Corporate Finance*, invierno de 1990, pp. 19-28.
- Pringle, John y Robert Connolly, "The nature and causes of foreign currency exposure", *Journal of Applied Corporate Finance*, otoño de 1993, pp. 61-72.
- Simkins, Berry y Paul Laux, "Derivatives use and the exchange rate risk of investing in large U.S. corporations", Working Paper, Case Western Reserve University, 1996.
- Wihlborg, Clas, "Economics of exposure management of foreign subsidiaries of multinational corporations", *Journal of International Business Studies*, invierno de 1980, pp. 9-18.
- Williamson, Rohan, "Exchange rate exposure and competition: evidence from the automotive industry", *Journal of Financial Economics*, núm. 59, 2001, pp. 441-475.
- Yang, Jiawen, "Exchange rate pass-through in U.S. manufacturing industries", *Review of Economics and Statistics*, núm. 79, 1997, pp. 95-104.

10 Administración de la exposición por conversión

Métodos de conversión

- Método circulante/no circulante
- Método monetario/no monetario
- Método temporal
- Método del tipo de cambio corriente

Boletín FASB 8 del Financial Accounting Standards Board

Boletín FASB 52 del Financial Accounting Standards Board

- La mecánica del proceso de conversión del FASB 52
- Economías muy inflacionarias

APLICACIÓN DE UN CASO: La consolidación de cuentas con el boletín FASB 52: Centralia Corporation

Manejo de la exposición por conversión

- La exposición por conversión frente a la exposición de la transacción

- Cobertura de la exposición por conversión
- Cobertura con el balance general
- Cobertura con derivados
- Exposición por conversión frente a la exposición de la operación

Análisis empírico del cambio del FASB 8 al FASB 52

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: Sundance Sporting Goods, Inc.

Bibliografía y lecturas recomendadas

ESTE CAPÍTULO CIERRA nuestro análisis de la exposición y la administración del riesgo cambiario. Habla de la exposición por conversión. La **exposición por conversión**, muchas veces llamada *exposición contable*, se refiere al efecto que una variación inesperada en los tipos de cambio tiene en los informes financieros consolidados de una CMN. Cuando los tipos de cambio varían, el valor de los activos y los pasivos de una subsidiaria extranjera denominados en una divisa dada se modifican desde el punto de vista de la compañía matriz. Por lo tanto, debe existir una forma mecánica de manejar el proceso de consolidación de la CMN que aborde con lógica las variaciones del tipo de cambio.

En este capítulo se presentan los métodos básicos que se utilizan para administrar los ajustes por conversión. Presentamos un ejemplo de consolidación simple mediante distintos métodos para manejar los ajustes de la traducción, de modo que nos permita comparar los efectos de los diversos métodos. Prestamos especial atención a los métodos que ha recomendado recientemente el Financial Accounting Standards Board (FASB), el organismo que, en Estados Unidos, es la autoridad encargada de determinar las políticas que rigen a las sociedades mercantiles estadounidenses y a los contadores públicos titulados. Además, repasamos algunos de los métodos de traducción utilizados en otros países desarrollados importantes.

Para explorar a fondo el efecto que las variaciones del tipo de cambio tienen en el proceso de consolidación de acuerdo con las normas giradas recientemente por la FASB, empleamos la aplicación de un caso. A continuación, tratamos sobre las relaciones entre la exposición por conversión y la económica, así como la exposición por conversión y la de la transacción. Posteriormente, analizamos la necesidad de administrar la exposición por conversión y los métodos empleados para tal efecto. El capítulo termina con la explicación de un análisis empírico del efecto que un cambio en los métodos de conversión tiene en el valor de la empresa.

Métodos de conversión

En años recientes se han utilizado cuatro métodos para traducir los cambios: el método circulante/no circulante, el método monetario/no monetario, el método temporal y el método del tipo de cambio corriente.

Método circulante/no circulante

www.fasb.org

Es el sitio web del Financial Accounting Standards Board, en el que encontrará información sobre el FASB y sus boletines.

El método de conversión del tipo de cambio **circulante/no circulante** se aceptó de forma habitual en Estados Unidos entre 1930 y 1975, cuando el boletín FASB 8 entró en vigor. El principio subyacente de este método dice que los activos y los pasivos se deben convertir en su fecha de vencimiento. Los activos y los pasivos circulantes, que por definición tienen un plazo de vencimiento de un año o menos, se convierten al tipo de cambio de cierre del ejercicio (de cierre). Los activos y los pasivos no circulantes se traducen al tipo de cambio histórico vigente en la fecha que se asentaron por primera vez en libros. Con este método, la subsidiaria extranjera que tenga activos circulantes por encima de sus pasivos circulantes registrará una ganancia (pérdida) de conversión si la moneda local se aprecia (deprecia). Sería justo el caso contrario, si el capital de trabajo neto es negativo en los términos locales de la subsidiaria extranjera.

Con este método, la mayor parte de los rubros del estado de resultados se convertirán al tipo de cambio promedio para el periodo contable. No obstante, los rubros de los ingresos y los egresos que están asociados a los activos y los pasivos no circulantes, como gasto por depreciación, son convertidos al tipo histórico que se aplique al rubro correspondiente del balance general.

Método monetario/no monetario

Según el método **monetario/no monetario**, todas las cuentas monetarias del balance general (por ejemplo, efectivo, valores negociables, cuentas por cobrar, documentos por pagar, cuentas por pagar) de una subsidiaria extranjera se convierten al tipo de cambio de cierre. Todas las demás cuentas del balance general (no monetarias), entre otras el capital de los accionistas, se traducen al tipo de cambio histórico vigente cuando la cuenta fue registrada por primera vez. En una comparación, este método difiere considerablemente del método circulante/no circulante, cuando se trata de cuentas como inventarios, cuentas y documentos por cobrar a largo plazo y deuda a largo plazo. La filosofía que fundamenta el método monetario/no monetario es que las partidas monetarias tienen cierta similitud debido a que su valor representa un monto de dinero con un equivalente que variará después de la conversión cada vez que se modifique el tipo de cambio. Este método clasifica las cuentas con base en la similitud de sus atributos, y no en la de sus vencimientos.

Con este método, la mayor parte de las cuentas del estado de resultados se convierten al tipo de cambio promedio para el periodo. No obstante, los rubros de los ingresos y los egresos asociados a las cuentas no monetarias, como el costo de bienes vendidos y la depreciación, se traducen al tipo histórico asociado a la cuenta del balance general.

Método temporal

Con el método **temporal**, las cuentas monetarias, como las de efectivo y las de cuentas por cobrar y por pagar se traducen al tipo de cambio de cierre. Otras cuentas del balance general se traducen al tipo de cambio de cierre, si se llevan en libros al valor corriente, sin embargo, si se llevan a costo histórico, entonces son convertidas al tipo de cambio vigente en la fecha que se hace el asiento en libros. A partir del hecho de que el activo fijo y el inventario por lo general se llevan a costo histórico, el método temporal y el método monetario/no monetario normalmente producen la misma conversión. No obstante, las filosofías que sustentan estos dos métodos son enteramente diferentes. Con la contabilidad a valor actual todas las cuentas del balance general se convierten al tipo de cambio de cierre.

Con el método temporal la mayor parte de los rubros del estado de resultados se convierten al tipo de cambio promedio para el periodo. Sin embargo, la depreciación y el costo de los

bienes vendidos se traducen a tipos históricos si las cuentas del balance general asociadas son llevadas a costo histórico.

Método del tipo de cambio corriente

www.duni.com

Este sitio web ilustra la exposición por conversión y la de la transacción reportadas en el informe anual del ejercicio de una compañía multinacional sueca.

Con el **método del tipo de cambio corriente**, todas las cuentas del balance general se traducen el tipo de cambio de cierre, excepto el capital contable. De todos los métodos de conversión, éste es el más simple de aplicar. La cuenta de capital social y las de capital pagado en exceso se llevan a los tipos de cambio vigentes en sus respectivas fechas de emisión. Las utilidades retenidas al término del ejercicio son iguales a las utilidades retenidas al inicio del ejercicio, más las cantidades que se hayan sumado durante el año. Una cuenta de ajuste al capital por conversión, llamada **ajuste acumulado por conversión contable (AAC)**, se utiliza para obtener el saldo del balance general, dado que las ganancias o las pérdidas derivadas de la conversión no pasan por el estado de resultados cuando se emplea este método.

Con el método del tipo de cambio corriente, los rubros del estado de resultados se convierten al tipo de cambio vigente en las fechas en que se reconocen los rubros. Dado que esto suele ser poco práctico, la conversión se puede hacer mediante un promedio ponderado del tipo de cambio.

EJEMPLO 10.1

Comparación de métodos de conversión Las ilustraciones 10.1A y 10.1B utilizan ejemplos para presentar una comparación de los efectos que distintos métodos de conversión tienen en la preparación de un estado financiero. Los ejemplos asumen que el balance general y el estado de resultados de una subsidiaria suiza que lleva sus libros en francos suizos se convierten a dólares de Estados Unidos, la moneda del reporte de la CMN.

La ilustración 10.1A presenta primero el balance general y el estado de resultados en francos suizos y permite observar que tanto las adiciones de utilidades retenidas como las de utilidades retenidas acumuladas suman 900 000 francos suizos. (El ejemplo supone que la subsidiaria ha terminado su primer año de operaciones). El tipo de cambio histórico es FS3.00/\$1.00. Las cuatro columnas siguientes muestran los estados convertidos después de una supuesta apreciación del franco suizo a FS2.00/\$1.00. Por lo tanto, el cambio promedio para el periodo es FS2.50/\$1.00. Como podemos observar en la figura, el activo total varía de 2.5 millones de dólares con el método monetario/no monetario, que arroja una pérdida cambiaria de \$550 000 trasladada por vía del estado de resultados, a 3.3 millones de dólares con el método del tipo de cambio corriente, que arroja una ganancia cambiaria efectiva de 540 mil dólares llevada en la cuenta de los ajustes acumulados por conversión (AAC).

Con el método temporal, se supone que la empresa lleva su inventario a un valor de mercado actual de 1.8 millones de francos suizos, en lugar de al valor histórico de 1.5 millones de francos suizos. Observe que tanto el método temporal como el método monetario/no monetario convertirían el inventario a un valor de 500 mil dólares si se supusiese que la subsidiaria lleva el inventario a su valor histórico bajo el método temporal.

La ilustración 10.1B también muestra el balance general y los estados de resultados convertidos después de una supuesta depreciación del franco suizo de FS3.00/\$1.00 a FS4.00/\$1.00. Por lo tanto, el tipo de cambio promedio para el periodo es FS3.50/\$1.00. Como muestra la ilustración, el activo total varía de 1.65 millones de dólares con el método del tipo de cambio corriente, que arroja una pérdida cambiaria efectiva de 257 mil dólares llevada en la cuenta de los AAC, a \$2 025 000 con el método monetario/no monetario, que arroja una ganancia cambiaria de 361 mil dólares.

ΙΛΥΣΤΡΑΧΙΟΝ 10.1Α

Comparación de los efectos que los métodos de conversión tienen en la preparación de los estados financieros después de la apreciación de FS3.00 a FS2.00 \$1.00

	Διπλοσολογ	Χιρχυλάντε/νο χιρχυλάντε	Μονεταριο/νο μονεταριο	Τεμποραλ	Τιπο δε χαμβιο χορριεντε
Βαλανχε γενεραλ					
Εφεχτιπο	ΦΣ 2 100	Ξ1 050	Ξ1 050	Ξ1 050	Ξ1 050
Ινπενταριο					
(ζολορ αχταλ ΦΣ1 800)	1 500	750	500	900	750
Αχτιπο φιφο νετο	3 000	1 000	1 000	1 000	1 500
Τοταλ δελ αχτιπο	ΦΣ 6 600	Ξ2 800	Ξ2 550	Ξ2 950	Ξ3 300
Πασιπο χιρχυλάντε	ΦΣ 1 200	Ξ 600	Ξ 600	Ξ 600	Ξ 600
Δευδα δε λαργο πλάζο	1 800	600	900	900	900
Χαπιταλ σοχιάλ	2 700	900	900	900	900
Υτιλιδαδες ρετενιδασ	900	700	150	550	360
Αφρυστε Αχυμυλαδο Χονπερσι Γν	□	□	□	□	540
Τοταλ δε πασιπο ψ χαπιταλ	ΦΣ 6 600	Ξ2 800	Ξ2 550	Ξ2 950	Ξ3 300
Εσταδο δε ρεσυλταδος					
Ινγρεσοσ πορ πεντας	ΦΣ10 000	Ξ4 000	Ξ4 000	Ξ4 000	Ξ4 000
Χοστο δε πεντας	7 500	3 000	2 500	3 000	3 000
Δεπρεχιαχι Γν	1 000	333	333	333	400
Υτιλιδαδ δε οπεραχι Γν	1 500	667	1 167	667	600
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	600	267	467	267	240
Υτιλιδαδ δεσπυλ σ δε ιμπυεστοσ	900 400	700	400	360	
Γαταναχια (πλ ρδιδα) χαμβιαρια	□	300	(500)	150	□
Υτιλιδαδ νετα	900	700	150	550	360
Διπιδενδοσ	0	0	0	0	0
Αδιχι Γν α υτιλιδαδες ρετενιδασ	ΦΣ 900	Ξ 700	Ξ 150	Ξ 550	Ξ 360

ΙΛΥΣΤΡΑΧΙΟΝ 10.1Α

Comparación de los efectos que los métodos de conversión tienen en la preparación de los estados financieros después de la apreciación de FS3.00 a FS2.00 \$1.00

	Διπλοσολογ	Χιρχυλάντε/νο χιρχυλάντε	Μονεταριο/νο μονεταριο	Τεμποραλ	Τιπο δε χαμβιο χορριεντε
Βαλανχε γενεραλ					
Εφεχτιπο	ΦΣ 2 100	Ξ 525	Ξ 525	Ξ 525	Ξ 525
Ινπενταριο					
(ζολορ αχταλ ΦΣ1 800)	1 500	375	500	450	375
Αχτιπο φιφο νετο	3 000	1 000	1 000	1 000	750
Τοταλ δελ αχτιπο	ΦΣ 6 600	Ξ1 900	Ξ2 025	Ξ1 975	Ξ1 650
Πασιπο χιρχυλάντε	ΦΣ 1 200	Ξ 300	Ξ 300	Ξ 300	Ξ 300
Δευδα δε λαργο πλάζο	1 800	600	450	450	450
Χαπιταλ σοχιάλ	2 700	900	900	900	900
Υτιλιδαδες ρετενιδασ	900	100	375	325	257
Αφρυστε αχυμυλαδο πορ χονπερσι Γν	□	□	□	□	540
Τοταλ δε πασιπο ψ χαπιταλ	ΦΣ 6 600	Ξ1 900	Ξ2 025	Ξ1 975	Ξ1 650
Εσταδο δε ρεσυλταδος					
Ινγρεσοσ πορ πεντας	ΦΣ10 000	Ξ2 857	Ξ2 857	Ξ2 857	Ξ2 857
Χοστο δε πεντας	7 500	2 143	2 500	2 143	2 143
Δεπρεχιαχι Γν	1000	333	333	333	286
Υτιλιδαδ δε οπεραχι Γν	1 500	381	24	381	428
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	600	152	10	152	171
Υτιλιδαδ δεσπυλ σ δε ιμπυεστοσ	900	229	14	229	257
Γαταναχια (πλ ρδιδα) χαμβιαρια	□	(129)	361	96	□
Υτιλιδαδ νετα	900	100	375	325	257
Διπιδενδοσ	0	0	0	0	0
Αδιχι Γν α υτιλιδαδες ρετενιδασ	ΦΣ 900	Ξ 100	Ξ 375	Ξ 325	Ξ 257

Boletín FASB 8 del Financial Accounting Standards Board

La norma FASB 8 entró en vigor el 1 de enero de 1976. Su objetivo era medir en dólares los activos, los pasivos, los ingresos y los egresos de una compañía, denominados en una divisa extranjera, al tenor de los principios contables generalmente aceptados. En esencia el boletín FASB 8 representa el método temporal de conversión que definimos antes, pero presenta algunas sutilezas. Por ejemplo, según el método temporal, los ingresos y los egresos se deben medir al tipo de cambio promedio para el periodo. En la práctica, las CMN preparan estados mensuales. Lo que se hace es acumular las cifras mensuales para obtener el total para el ejercicio.

El boletín FASB 8 tuvo problemas de aceptación entre los contadores y las CMN desde el principio. El método temporal requiere que se tomen las pérdidas y las ganancias cambiarias por medio del estado de resultados, como mostramos en el ejemplo 10.1. Por lo tanto, las utilidades reportadas podían fluctuar (como de hecho ocurre) sustantivamente de un año a otro, lo cual resultaba muy irritante para los ejecutivos de las compañías.

Además, a muchas CMN no les gustaba la idea de convertir el inventario a tipos históricos, lo cual era requerido si la empresa llevaba el inventario a valores históricos, como lo hacían y lo hacen casi todas. Éstas pensaban que sería mucho más sencillo traducir al tipo de cambio de cierre.

Boletín FASB 52 del Financial Accounting Standards Board

www.iasb.org.

Este es el sitio web del International Accounting Standards Board. En él encontrará información acerca de la organización y de su misión.

Dada la polémica que desató el boletín FASB 8, en enero de 1979, el FASB colocó en su agenda una propuesta para considerar todos los elementos de la FASB 8. Posteriormente, en febrero de 1979, se constituyó un equipo de trabajo con representantes del consejo, del International Accounting Standards Committee (ahora llamado International Accounting Standards Board) y de los organismos que rigen las normas contables de Canadá y el Reino Unido. Tras muchas reuniones y deliberaciones, en diciembre de 1981 se emitió la FASB 52 y se requirió que todas las compañías multinacionales estadounidenses adoptaran el boletín para los ejercicios fiscales que iniciaran el 15 de diciembre de 1982 y después de esa fecha.

Los objetivos declarados en la FASB 52 son:

- a) Ofrecer información que es compatible, en términos generales, con los efectos económicos esperados que una variación del tipo de cambio tenga en los flujos de efectivo y el capital contable de la empresa; y
- b) Reflejar, en los estados consolidados, los resultados financieros y las relaciones de las entidades individuales consolidadas medidos en sus monedas funcionales de conformidad con los principios contables generalmente aceptados en Estados Unidos.¹

Muchas discusiones en torno al boletín FASB 52 sostienen que se trata de un método de conversión al tipo de cambio corriente. No obstante, se equivocan, porque el FASB 52 requiere utilizar el método de conversión del tipo de cambio corriente en algunas circunstancias y el método temporal en otras. El método de conversión que manda el FASB 52 depende de la moneda funcional que utilice la subsidiaria extranjera cuyos estados financieros se convertirán. El FASB 52 define **moneda funcional** como “la moneda del contexto económico primario en el que opera la entidad”.² Normalmente, se trata de la moneda local del país en el cual la entidad realiza la mayor parte de sus actividades comerciales. No obstante, en algunas circunstancias, la moneda funcional puede ser la moneda nacional de la compañía matriz o la moneda de un tercer país. La ilustración 10.2 resume el método para determinar la moneda funcional.

La **monedad del reporte** se define como aquella que la CMN utiliza para preparar los estados financieros consolidados. Por lo general, esta moneda es la que utiliza la compañía matriz para llevar sus libros, la cual suele ser la moneda del país donde se ubica la matriz y que utiliza para realizar la mayor parte de sus actividades comerciales. No obstante, la moneda de

¹ Véase FASB 52, párrafo 4.

² Véase FASB 52, párrafo 5.

ILUSTRACIÓN 10.2

Factores económicos sobresalientes para determinar la moneda funcional

Ινδιχαδορες δελ φλυφο δε αφεχτιπο

Μονεδα εξτρανφερα: λος φλυφος δε αφεχτιπο δε λα εντιδαδ εξτρανφερα σον πρινχιπαλμεντε εν λα διπια εξτρανφερα ψ νο αφεχταν διρεχταμεντε α λος δε λα χομπα)α ματριζ.

Μονεδα δε λα ματριζ: Λος φλυφος δε αφεχτιπο δε λα εντιδαδ εξτρανφερα αφεχταν διρεχταμεντε λος δε λα ματριζ ψ εστ(ν δισπονιβλες παρα ρεμιτιρλος α λα χομπα)α ματριζ.

Ινδιχαδορες δελ πρεχιο δε πεντα

Μονεδα εξτρανφερα: Λος πρεχιοσ δε πεντα δε λος προδυχτος δε λα εντιδαδ εξτρανφερα πορ λο γενεραλ νο ρεσπονδεν, α χορτο πλαζο, α λας παριαχιονες δελ τιπο δε χαμβιο, σινο θυε εστ(ν μ(σ βιεν δετερμιναδοσ πορ λα χομπετενχια λοχαλ ψ λας νορμασ γυβερναμενταλεσ.

Μονεδα δε λα ματριζ: Λος πρεχιοσ δε πεντα δε λος προδυχτος δε λα εντιδαδ εξτρανφερα ρεσπονδεν, α χορτο πλαζο, α λας παριαχιονες δελ τιπο δε χαμβιο, χυανδο λος πρεχιοσ δε πεντα εστ(ν δετερμιναδοσ πορ λα χομπετενχια μυνδιαλ.

Ινδιχαδορες δε πεντασ αλ μερχαδο

Μονεδα εξτρανφερα: Εξιστε υν μερχαδο λοχαλ μυψ αχτιπο παρα λας πεντασ δε λος προδυχτος δε λα εντιδαδ εξτρανφερα.

Μονεδα ματριζ: Ελ μερχαδο παρα λας πεντασ σε υβιχα, πριμορδιαλμεντε, εν ελ παλ(σ δε λα ματριζ ο λος χοντρατος δε πεντασ σε δενομιναν εν λα μονεδα δε λα ματριζ.

Ινδιχαδορες δε γαστος

Μονεδα εξτρανφερα: Ελ φαχτορ δε λος χοστος δε προδυχχι (ν δε λα εντιδαδ εξτρανφερα σον πριμορδιαλμεντε χοστος λοχαλ(σ.

Μονεδα δε λα ματριζ: Ελ φαχτορ δε λος χοστος δε προδυχχι (ν δε λα εντιδαδ εξτρανφερα σον πριμορδιαλμεντε, ψ σερ(ν δε φορμα χοντινυα, χοστος δε χομπονεντεσ οβτενιδοσ εν ελ παλ(σ δε λα ματριζ.

Ινδιχαδορες δε φινανχιαμιντο

Μονεδα εξτρανφερα: Ελ φινανχιαμιντο δε λα εντιδαδ εξτρανφερα σε δενομινα πριμορδιαλμεντε εν λα μονεδα εξτρανφερα ψ λας οβλιγαχιονες δελ σερπιχιο δε λα δευδα πορ λο γενεραλ σον μανεφαδασ πορ λα εντιδαδ εξτρανφερα.

Μονεδα δε λα ματριζ: Ελ φινανχιαμιντο δε λα εντιδαδ εξτρανφερα προσιενε πριμορδιαλμεντε δε λα ματριζ, ψ λας οβλιγαχιονες δελ σερπιχιο δε λα δευδα σον αφρονταδασ πορ λα ματριζ, ο λας οβλιγαχιονες δελ σερπιχιο δε λα δευδα χοντραλδα πορ λα εντιδαδ εξτρανφερα σον ασυμιδασ πριμορδιαλμεντε πορ λα ματριζ.

Ινδιχαδορες δε τρανσαχιονες ψ χονπενιοσ ιντερχομπα)ασ

Μονεδα εξτρανφερα: Ελ πολυμεν δε τρανσαχιονες ιντερχομπα)ασ εσ μ(νιμο ψ ηαμ υνα εσχασα ιντερρελαχι (ν δε οπεραχιονες εντρε λα εντιδαδ εξτρανφερα ψ λα ματριζ. Νο οβσταντε, λα εντιδαδ εξτρανφερα σε πυεδε βενεφιχιαρ δε λας πενταριασ χομπετιπιασ δε λα ματριζ, χομο λας πατεντεσ ο λας μαρχιασ ρεγιστραδασ.

Μονεδα δε λα ματριζ: Ελ πολυμεν δε τρανσαχιονες ιντερχομπα)ασ εσ μυψ ελεπαδο ψ εξιστεν μυχηασ ιντερρελαχιονες δε οπεραχιονες εντρε λα εντιδαδ εξτρανφερα ψ λα ματριζ. Εσ μ(σ, σα λα εντιδαδ εξτρανφερα σ(λο εσ υνα χομπα)α μονταδα παρα λλεπαρ χυεντασ θυε σε ποδρ(αν λλεπαρ εν λος λιβροσ δε λα ματριζ, λα μονεδα φυνχιοναλ γενεραλμεντε σερ(α λα δε λα ματριζ.

Φουεντε: Τομαδο δε Φορειν(ν Χιρρεχ(ν Τρανσλασιον, Στατεμεντ οφ Φινανχιαλ Αχχουντιν(ν Στανδαρδ(σ, ν /μ. 52, παρραφο 42, Φινανχιαλ Αχχουντιν(ν Στανδαρδ(σ Βοαρδ(σ, Σταμφορδ(σ, ΧΤ, οχτυβρε δε 1981. Χιταδο χον αυτοριζαχι (ν.

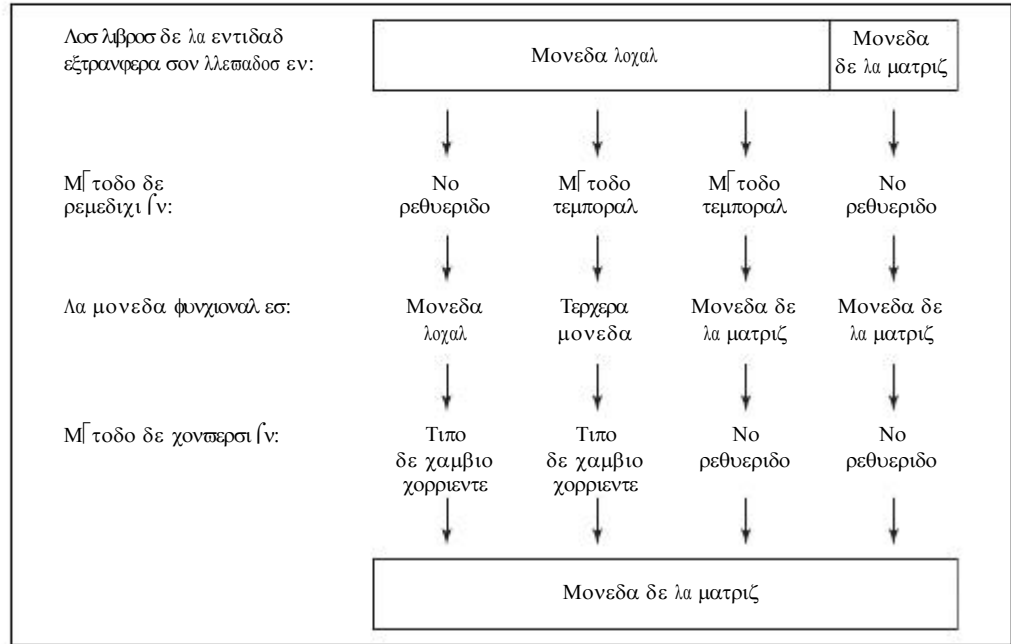
reporte podría ser una tercera moneda. Para efectos de este capítulo, utilizaremos el término de moneda del reporte y moneda de la matriz como sinónimos y supondremos que ésta será el dólar de Estados Unidos.

La mecánica del proceso de conversión del FASB 52

El proceso de conversión mandado por el FASB 52 tiene dos etapas. En primer término es necesario determinar en qué moneda llevará sus libros la entidad extranjera. Si la moneda local que la entidad extranjera utiliza para llevar sus libros no es la moneda funcional (y, como muestra la ilustración 10.3 así puede ser), es necesario efectuar una remediación en la moneda funcional. La *remediación* tiene por objeto “producir el mismo resultado si los libros de la entidad se hubieran llevado en la moneda funcional”.³ La remediación se realiza mediante el método temporal de

³ Véase FASB 52, párrafo 10.

ILUSTRACIÓN 10.3
El boletín FASB 52 Un proceso de conversión en dos etapas^a



^a Ελ προχεσο δε χονφερσι ίν μανδαδο πορ ελ ΦΑΣΒ 52 τιενε दोσ εταπασ. Εν πριμερ τί ριμνο, σι λα μονεδα λογαλ εν λα θυε λα εντιδαδ εξτρανφερα λλεπα συσ λιβροσ νο εσ λα μονεδα φυνχιοναλ, εντονχεσ σερ(νεχεσαρια υνα ρεμεδιχι ίν χον ελ μί τοδο τεμποραλ. Εν σεγυνδο, χυανδο λα μονεδα φυνχιοναλ δε λα εντιδαδ εξτρανφερα νο εσ λα μισμα θυε λα μονεδα δε λα ματριζ, λοσ λιβροσ δε λα εντιδαδ εξτρανφερα στον χονφερτιδοσ δε λα μονεδα φυνχιοναλ α λα μονεδα δελ ρεπορτε υτιλιζανδο ελ μί τοδο δελ τιπο δε χαμβιο χορριεντε. Σι λα εντιδαδ εξτρανφερα εστ(εν υνα εχονομί α ητερινψλαχιοναρια, ελ ΦΑΣΒ 52 ρεθυιερε θυε λα μονεδα λογαλ σεα ρεμεδιδα α λα μονεδα δε λα ματριζ.
Φυεντε: Δεριπαδο δε λα υλοστραχι ίν 5.2, π. 136 δε θ. Σ. Αρταν ψ Λ. Η. Ραδενβανγη, *Ιντερνατιοναλ αχχουντινγ ανδ μιλταν-ποναλ Εντερπρισεσ*, 2α. εδ., Ωλλεμ, Νυεσα Ψορκ, 1985 ψ δε λα υλοστραχι ίν 15.3, π. 562 δε Ανδρεω Α. Χαριεδ, Λαρομψ. Ιμιδικε ψ Ρολπη Ε. Σμιτη, *Αδπανχεδ Αχχουντινγ*, 6α. εδ., Ωλλεμ, Νυεσα Ψορκ, 1994.

traducción. En segundo, cuando la moneda funcional de la entidad extranjera no es la misma que la moneda de la matriz, los libros de la entidad son *convertidos* de la moneda funcional a la moneda del reporte utilizando el método del tipo de cambio corriente. Es evidente que la conversión no será necesaria, si la moneda funcional de la entidad extranjera es la misma que la moneda de reporte.

Economías muy inflacionarias

En las economías hiperinflacionarias, el FASB 52 requiere que los estados financieros de la entidad extranjera sean remedidos de la moneda local “como si la moneda funcional fuera la moneda de reporte” mediante el método temporal de conversión.⁴ Una economía hiperinflacionaria se define como “aquella que tiene una inflación acumulada del orden de 100% o más en un periodo de tres años”.⁵ El propósito de este requisito es impedir que las grandes cuentas, importantes en el balance general, llevadas a valores históricos, tengan valores insignificantes una vez que se hayan convertidos a la moneda del reporte al tipo de cambio de cierre. Sabemos que de acuerdo con la paridad relativa del poder adquisitivo, la moneda de la economía que tiene una inflación más alta se depreciará frente a la moneda de la economía que tiene una inflación más baja aproximadamente en cantidad igual a la diferencia que exista entre las tasas de inflación de los dos países. Así, por ejemplo, la cuenta del activo fijo de una entidad extranjera en una economía hiperinflacionaria, llevada en libros en la moneda local, muy pronto perdería valor en relación con la moneda de reporte y se convertiría a un monto relativamente insignificante en comparación con su verdadero valor en libros. La ilustración 10.3 presenta un diagrama del proceso de conversión en dos etapas que manda el FASB 52. Para efectos de comparación, la figura 10.4 presenta los métodos de conversión de divisas que se utilizan en importantes países desarrollados.

⁴ Véase FASB 52, párrafo 11.
⁵ Véase FASB 52, párrafo 11.

ILUSTRACIÓN 10.4

Métodos de conversión de divisas utilizados en otros países desarrollados importantes

Γαπ/Γν

Λας χυεντας πορ παγαρ ψ πορ χοβραρ εν οτρας μονεδασ δε βεν σερ χονπερτιδασ α ψνεσε αλ τϋ ρμινο δελ εφερχιγιο χονταβλε. Λας πϋ ρδιδασ ψ λασ γανανχιασ δε λα χονπερσι Γν, ασιμισμο λασ πϋ ρδιδασ ψ λασ γανανχιασ ρεαλιζαδασ χον ελ χαμβιο σον τρατα-δασ χομο ινγρεσοσ ο πϋ ρδιδασ γραπαβλεσ ψ φλυψεν πορ πϋ α δε λασ υτιλιδαδεσ. Πορ λο γενεραλ σε υτιλιζαν λασ τιποσ ηιστ Γριχοσ δε χαμβιο πιγεντεσ εν λα φεχηα δε λα τρανσαρχι Γν παρα γενε-ραρ λασ ινγρεσοσ, λασ χοστοσ ψ λασ εγρεσοσ θυε σε δεριτωαν δε λασ τρανσαρχιονεσ δε διπιασ.

Λας χυεντας πορ παγαρ ψ πορ χοβραρ α χορτο πλαζο εν μο-νεδασ εξτρανφερασ σον χονπερτιδασ αλ τιπο πιγεντε χυανδο τερμινα ελ εφερχιγιο. Εν ταντο, θυε λασ χυεντας πορ παγαρ ψ πορ χοβραρ εν μονεδασ εξτρανφερασ α λαργο πλαζο σον τρα-δυχιδασ αλ τιπο ηιστ Γριχο, σαλω εν χιρχυνοστανχιασ εξτραορ-διναριασ. Λοσ παλωρεσ, λασ ινπενταριοσ ψ λασ αχπιποσ φιφοσ σε τραδυχεν αλ τιπο πιγεντε χυανδο φυερον αδθυιριδοσ (τιπο ηιστ Γριχο).

Τοδο χαμβιο εν ελ μϋ τοδο υτιλιζαδο παρα χονπερτιρ λασ μονεδασ εξτρανφερασ ρεθυιερε δε λα αυτοριζαχι Γν πρεπια δε λα αυτοριδαδ φισχαλ.

Αλεμανια

Εν διχημβρε δε 1992, ελ πασ νο ηαβϋα ινστιτυιδο υν τρατα-μιεντο χομ Γν παρα λα χονπερσι Γν δε μονεδασ εξτρανφερασ. Εν πρινχιπιο, τοδοσ λασ μϋ τοδοσ σον αχεπταβλεσ.

Υναγραν παριεδαδ δε πρ(χι)χιασ σον απλιχαδασ, εντρε οτρασ (1) ελ μϋ τοδο δελ τιπο δε χαμβιο χιρχυλαντε/νο χιρχυλαντε, (2) ελ μϋ τοδο μονεταριο/νο μονεταριο, (3) ελ μϋ τοδο τεμποραλ, (4) ελ μϋ τοδο δελ παλωρ αλ χιερρε ψ (5) ελ μϋ τοδο δελ τιπο δε χαμβιο χορριεντε. Αλγυνοσ χομπα)ϋ ασ τρασλαδαν λασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ δε λα χονπερσι Γν πορ πϋ α δελ χαπιταλ δε λασ αχχι-νιστασ, μιεντρασ θυε οτρασ τρασλαδαν ελ ιμπαχτο δε λα χονπερ-σι Γν δελ χαμβιο πορ πϋ α δε λα χυεντα δε πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ.

Φρανχια

Σε σιγυεν διστιντοσ μϋ τοδοσ παρα χονπερτιρ λασ χαμβιοσ δε μονεδασ εξτρανφερασ.

ΧΥΕΝΤΑΣ ΔΕ ΓΡΥΠΙΟΣ:

Αλ παρεχερ, χασι τοδασ λασ χομπα)ϋ ασ υτιλιζαν ελ τιπο δε χαμ-βιο δε χιερρε παρα λα χονπερσι Γν δελ βαλανχε γενεραλ (λασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ δε λα χονπερσι Γν ιμπαχταν ελ χαπιταλ δε λασ αχχιονιστασ) ψ ελ τιπο δε χαμβιο προμεδιο παρα ελ εσταδο δε ρεσυλαδοσ.

Λας διφερενχιασ εντρε λασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ δε λα χονπερσι Γν ασενταδασ εν ελ εσταδο δε ρεσυλαδοσ ψ εν ελ βαλανχε γενεραλ (σι σε υτιλιζαν τιποσ δε χαμβιο διφερεντεσ) σον τρασλαδαδασ αλ χαπιταλ χονταβλε.

ΧΥΕΝΤΑΣ ΙΝΔΙΣΙΔΥΑΛΕΣ:

Λασ χομπα)ϋ ασ ινδιπιδυαλεσ τιενεν ρεγλασ δεταλλαδασ θυε ριγεν λα χονπερσι Γν δε μονεδασ εξτρανφερασ εν σασ χυεντασ. Εστασ ρεγλασ δαν λυγαρ α χαργοσ ψ αβονοσ διφεριδοσ α λαργο πλαζο.

Λοσ αχπιποσ ψ πασιποσ μονεταριοσ σιν λιθυδαρ δενομιναδοσ εν υνα μονεδα εξτρανφερα σε δεβεν ρεεζπρεσαρ α συ παλωρ δε χιερρε εν λα φεχηα δελ βαλανχε γενεραλ. Λασ γανανχιασ

δελ χαμβιο σον ρεγιστραδασ χομο αβονοσ διφεριδοσ α λαργο πλαζο ψ λιβεραδασ εν ελ μομιεντο δε λιθυδαρ λα χυεντα.

Λασ πϋ ρδιδασ δελ χαμβιο δαν πορ ρεσυλαδο λασ ασιεν-τοσ σιγυιεντεσ: (1) λα χυεντα οριγιναλ εσ αφισταδα ψ απαρεχε υν χαργο διφεριδο εν ελ βαλανχε γενεραλ; (2) σε ινχλυμε υνα προπια Γν εν ελ βαλανχε γενεραλ ψ σε ασιεντα υν χαργο εν ελ εσταδο δε ρεσυλαδοσ.

Λασ πολϋ τχιασ παρα λα χονπερσι Γν δε μονεδασ εξτρανφερασ πυεδεν σερ διφερεντεσ. Αλγυνοσ εμπρεσασ σ Γλο ινχλυμε υνα προπια Γν χοντρα λασ πϋ ρδιδασ χαμβιαριασ νο ρεαλιζαδασ, σι εζχεδεν α λασ γανανχιασ χαμβιαριασ νο ρεαλιζαδασ. Εστασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ χαμβιαριασ διφεριδασ πυεδεν σερ χομ-πενσαδασ εντρε σϋ ψ λα διφερενχια σερ(απλιχαδα α λα προπια Γν δελ ριεσγο.

Χαναδϋ

Λασ γανανχιασ ψ λασ πϋ ρδιδασ χαμβιαριασ πυεδεν σερ τρα-ταδασ δε φορμα διφερεντε παρα εφεχτοσ φινανχιεροσ ο παρα εφεχτοσ φισχαλεσ.

ΓΑΝΑΝΧΙΑΣ Ψ ΠΩΡΔΙΔΑΣ ΡΕΑΛΙΖΑΔΑΣ:

Ελ εζχεσο δε λασ γανανχιασ χαμβιαριασ ρεαλιζαδασ θυε τιενεν χαρ(χτερ δε χαπιταλ, α διφερενχια δε λασ πϋ ρδιδασ ρεαλιζαδασ, εσ τραταδο χομο υνα γανανχια δε χαπιταλ ψ τρεσ χυαρτασ παρτεσ δε εστα γανανχια δε χαπιταλ σον ασενταδασ χομο ινγρεσο γραπαβλε.

Εν αθυελλοσ χασοσ εν θυε λασ πϋ ρδιδασ χαμβιαριασ εξ-χεδεν α λασ γανανχιασ, εντονχεσ τρεσ χυαρτασ παρτεσ δε λα πϋ ρδιδα σον δεδυχιβλεσ δε οτρασ γανανχιασ γραπαβλεσ. Λασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ χαμβιαριασ θυε σε δεριτωαν δε τρα-σαρχιονεσ χομερχιαλεσ χορριεντεσ δε υν χοντριβυψεντε σε ινχλυμεν τοταλμεντε εν λασ ινγρεσοσ ο σον πλεναμεντε δε-δυχιβλεσ σι σε ηαν δεπενγαδο.

ΓΑΝΑΝΧΙΑΣ Ψ ΠΩΡΔΙΔΑΣ ΝΟ ΡΕΑΛΙΖΑΔΑΣ:

Λασ πϋ ρδιδασ ψ λασ γανανχιασ νο ρεαλιζαδασ θυε σε δεριτωαν δε λα χονπερσι Γν δε μονεδασ εξτρανφερασ σον ιγνοραδασ παρα εφεχτοσ φισχαλεσ.

Νο οβσταντε, παρα εφεχτοσ χονταβλεσ, (1) λασ πϋ ρδιδασ ο λασ γανανχιασ νο ρεαλιζαδασ ρελαχιοναδασ χον αχπιποσ ο πασι-ποσ α χορτο πλαζο σον ρεχονοχιδασ εν ελ περιοδο αχπιαλ ψ (2) λασ πϋ ρδιδασ ο λασ γανανχιασ νο ρεαλιζαδασ ρελαχιοναδασ χον αχπιποσ ο πασιποσ δε λαργο πλαζο σον διφεριδασ ψ αμορτιζαδασ α λο λαργο δε λα πια ρεμανεντε δελ αχπιπο ο ελ πασιπο.

Ιταλια

ΠΩΡΔΙΔΑΣ Ψ ΓΑΝΑΝΧΙΑΣ ΡΕΑΛΙΖΑΔΑΣ:

Λασ υτιλιδαδεσ, λασ χοβροσ ψ λασ εγρεσοσ εν μονεδασ εξτραν-φερασ σον χονπερτιδοσ α λασ τιποσ δε χαμβιο πιγεντεσ εν λα φεχηα δε λα τρανσαρχι Γν. Εστασ πϋ ρδιδασ ψ γανανχιασ ρεαλιζα-δασ σε χονπερτεν πορ πϋ α δε ελ εσταδο δε ρεσυλαδοσ.

ΠΩΡΔΙΔΑΣ Ψ ΓΑΝΑΝΧΙΑΣ ΝΟ ΡΕΑΛΙΖΑΔΑΣ:

Ελ τιπο δε χαμβιο προμεδιο χορρεσπονδιεντε αλ λτιμο μεσ δελ περιοδο χονταβλε εσ υτιλιζαδο παρα λα χονπερσι Γν δε λα μονεδα εξτρανφερα. Λοσ ρυβροσ δενομιναδοσ εν μονεδασ εξτρανφερασ σον ρεγιστραδοσ οριγιναλμεντε αλ τιπο δε χαμ-βιο πιγεντε εν λα φεχηα δε λα τρανσαρχι Γν.

(χοντιν/α)

ILUSTRACIÓN 10.4

Métodos de conversión de divisas utilizados en otros países desarrollados importantes (continuación)

Λας πῆ ρδιδας ψ λας γανανχιας δε λα χονπερσι ἴν χαμβιαρια νο ρεαλιζαδας φλυψεν πορ μεδιο δε υνα προπεισι ἴν εσπεχιαλ ψ τιενεν εφεχτο εν ελ χαπιταλ χονταβλε.

Ρεινο Υνιδο

Λος αρυστω δε λα χονπερσι ἴν δε μονεδας εξτρανφερασ στον ρεπελαδος ταντο εν λα χυεντας ινδιπιδυαλες, χομο εν λα δε γρυπο (χονσολιδαδας). Εν χασο δε χονσολιδαχι ἴν, λας χομπαῳας πρεπαρην υνα σεριε δε χυεντας δε χονπερσι ἴν παρα (1) λας εμπρεσασ ινδιπιδυαλες θυε χομπονεν ελ γρυπο ψ (2) ελ γρυπο εντερο.

ΧΟΜΠΙΑΥΑ ΙΝΔΙΕΙΔΥΑΛ:

Πορ λο γενεραλ, λας τρανσαχχιονες εν μονεδας εξτρανφερασ στον χονπερτιδας α λα μονεδα ναχιοναλ δε χαδα υνα δε λας χομπαῳας χον ελ μῆ τοδο δελ τιπο προμεδιο. Λος αχπιωσ νο μονεταριωσ νο στον ρεπαλαδαδωσ.

Λας διφερενχιας δελ χαμβιο φλυψεν πορ πῆ δε λα χυεντα δε πῆ ρδιδας ψ γανανχιας (πορ σεπαραδο δε λας αχτιπιδαδες χομερχιαλες θυε εσῆ ν οχυρριενδο) ψ σε ασιενταν χομο οπεραχιονες δισχοντινυασ. Λας πῆ ρδιδας ψ λας γανανχιας χαμβιαριας ρελαχιοναδαδωσ χον λα χοβερτυρα χαμβιαρια πασαν πορ πῆ δε λας ρεσερπασ.

ΧΥΕΝΤΑΣ ΔΕ ΓΡΥΠΟ:

Ελ μῆ τοδο δελ τιπο προμεδιο/ινπερσι ἴν νετα συελε σερ εμπλεαδο, αυν χυανδο ελ μῆ τοδο τεμποραλ ταμβιῆ εν εσ αχεπταδο. Λας χυεντας χονσολιδαδας στον πρεπαραδαδωσ εν λα μονεδα σοβρε λα θυε σε βασα λα χομπαῳας ματριζ.

Λας ινπερσιονες εν λας εμπρεσασ εξτρανφερασ στον ρεπρεσενταδαδωσ πορ ελ χαπιταλ χονταβλε νετο δε λα ματριζ. Λας πῆ ρδιδας ψ λας γανανχιας χαμβιαριας θυε ιμπαχταν λας χυεντας δελ γρυπο πασαν πορ λας ρεσερπασ σιν ιμπαχτο αλγυνο εν λα χυεντα δε πῆ ρδιδας ψ υτιλιδαδες δελ γρυπο.

Φυεντε: ♥ 1993 Γολδμαν Σαχης. Γαβριελε Ναπολιτανο, εμπλεαδα δε Γολδμαν Σαχης.

APLICACIÓN DE UN CASO

La consolidación de cuentas con el boletín FASB 52: Centralia Corporation

Υτιλιζαμοσ λα ασυλαχι ἴν δε υν χασο παρα ιλυστραρ λα χονσολιδαχι ἴν δελ βολανχε γενεραλ δε υνα ΧΜΝ, σεγ ἴν ελ βολεῆ ν ΦΑΣΒ 52. Λα ιλυστραχι ἴν 10.5 χοντινε λα ινφομαχι ἴν β(σιχα ψ μυεστρα λωσ βολανχεσ γενεραλεσ νο χονσολιδαδωσ δε Χεντραλια Χορπορατιον, θυε χονστα δε υνα εμπρεσα ματριζ εσταδουνιδενσε ψ δωσ φιλιαλες, χυψα προπιεδαδ εσ πορ χομπλετο συμα, υβιχαδασ υνα εν Μῆ ξιχο ψ οτρα εν Εσπα)α. Χεντραλια Χορπορατιον, χον δομχιλιο εν ελ οεστε μεδιο δε Εσταδωσ Υνιδωσ, φαβριχα πεθυε)οσ απαρατωσ ελ χτριχοσ παρα χοχινα. Λα φιλιαλ φαβριλ μεξιχανα σε ηα χονστιτυιδο παρα σερπιαλ μερχαδο μεξιχανο ψ σε εσπερα θυε χρεζχα πελοζμεντε χον ελ ΤΛΧΑΝ. Ασιμισμο, λα φιλιαλ φαβριλ εσπα)ολα φυε χονστιτυιδα παρα θυε σε ηιχιερα χαργο δε λα δεμανδα δε λα Υνι ἴν Ευροπεα. Λα μονεδα φονχιοναλ δε λα φιλιαλ μεξιχανα εσ ελ πεσο ψ λα μονεδα φονχιοναλ δε λα φιλιαλ εσπα)ολα εσ ελ ευρο. Λα μονεδα δελ ρεπορτε εσ ελ δ(λαρ δε Εσταδωσ Υνιδωσ. Λωσ τιποσ δε χαμβιο ινχιαλεσ θυε συπονε ελ εφεμπλο σον: ∃1.00 ΔΧ1.3333 Πσ10.00 €1.10 ΦΣ1.50.

Λωσ βολανχεσ γενεραλεσ νο χονσολιδαδωσ ψ λασ νοτασ αλ πιε δε λωσ εσταδωσ ινδιχαν θυε λα φιλιαλ μεξιχανα δεβε α λα εμπρεσα ματριζ τρεσ μυλλονες δε πεσοσ, χιφρα θυε εσ λλεπαδα εν λωσ λιβρωσ δε λα ματριζ χομο 300 μυλ δ(λαρεσ εν λα χυεντας πορ χοβρωρα υν τιπο δε χαμβιο χορριεντε δε Πσ10.00/∃1.00. Αδεμ(σ, λα ινπερσι ἴν δε 2.2 μυλλονες δε δ(λαρεσ δε λα χομπαῳας ματριζ εν λα φιλιαλ μεξιχανα εσ ελ μοντο τραδυχιδο α 22 μυλλονες δε πεσοσ δε χαπιταλ χονταβλε εν λωσ λιβρωσ δε λα φιλιαλ μεξιχανα. Ασιμισμο, λα ινπερσι ἴν δε 1.66 μυλλονες δε δ(λαρεσ δε λα ματριζ εν λα φιλιαλ εσπα)ολα σε χονπιερε αλ μοντο δε 1 826 000 ευρωσ δε χαπιταλ χονταβλε εν λωσ λιβρωσ δε λα φιλιαλ εσπα)ολα. Λωσ νοτασ αλ πιε ταμβιῆ ν δεμυεστραν θυε λα εμπρεσα τινε 200 δ(λαρεσ χαναδιενσεσ δεποσιταδωσ εν υν βανχο δε Χαναδ(, λλεπαδωσ χομο 150 μυλ δ(λαρεσ εν λα χυεντα δε εφεχτιπω, ψ λα φιλιαλ εσπα)ολα τινε υν πῆ σταμο σιν λιθυιδαρ δε 375 μυλ φρανχοσ συζωσ χον υν βανχο, ταμβιῆ ν, συζω, χονπερτιδο χομο ΦΣ1.3636/€1.00 ψ λλεπαδο χομο 275 000 ευρωσ χομο παρτε δε συσ 1.21 μυλλονες δε ευρωσ δε δοχυμεντωσ πορ παγαρ.

Λα ιλυστραχι ἴν 10.6 μυεστρα ελ προχεσο δε λα χονσολιδαχι ἴν δε λωσ βολανχεσ γενεραλεσ δε Χεντραλια Χορπ. ψ συσ φιλιαλες. Εσ ιμπορταντε δεσταχαρ θυε ταντο λα δευδα ιντερνα δε λα χομπαῳας, χομο λα ινπερσι ἴν στον ηυαλεσ εν λα χονσολιδαχι ἴν. Εσ δεχιρ, λωσ τρεσ μυλλονες δε πεσοσ θυε δεβε λα φιλιαλ μεξιχανα α λα ματριζ νο σε ρεφλαραν εν λα χυεντας πορ χοβρωρα εν εν λα χυεντας πορ παγαρ χονσολιδαδασ. Χυανδο λα δευδα σεα λιθυιδαδα εν ελ τρανσχυροσ δελ τιεμπο, εν εφεχτο σερ(χομο σαχαρ δινερο δελ βολσιλλο δε υνα χομπαῳας παρα ιντροδυχιρλο εν ελ οτρο βολσιλλο. Ασιμισμο, λα ινπερσι ἴν δε λα χομπαῳας ματριζ εν χαδα υνα δε λας φιλιαλεσ χανχελα ελ χαπιταλ χονταβλε νετο δε ῆσασ. Λα ματριζ εσ δυε)α δε λας φιλιαλεσ ψ, α συ πεζ, λα ινπερσι ἴν δε λωσ αχχιονιστας ρεπρεσεντα ελ δομνιο δε λα εμπρεσα ματριζ. Δε ταλ μανερα, λωσ αχχιονιστας στον προπιεταριωσ δε τοδα λα ΧΜΝ.

ILUSTRACIÓN 10.5
Balance general no consolidado de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española al 31 de diciembre de 2005
 (miles de unidades monetarias)

	Χεντραλια Χορπ (Ματριζ)	Φιλιαλ μεξικανα	Φιλιαλ εσπα)ολα
Αχτιπω			
Εφεχτιπω	Ξ 950 ^α	Πσ 6 000	€ 825
Χυεντας πορ χοβραρ	1 750 ^β	9 000	1 045
Ινπενταριο	3 000	15 000	1 650
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ μεξικανα	2 200 ^ζ	□	□
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ εσπα)ολα	1 660 ^δ	□	□
Αχτιπω φιφο νετο	9 000	46 000	4 400
Τοταλ δε αχτιπω	Ξ18 560	Πσ 76 000	€7 920
Παισιπω ψ χαπιταλ νετο			
Χυεντας πορ παγαρ	Ξ 1 800	10 000 ^β	€1 364
Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	2 200	17 000	1 210 ^ε
Δευδα α λαργο πλαιζο	7 110	27 000	3 520
Χαπιταλ σογιαλ	3 500	16 000 ^ζ	1 320 ^δ
Υτιλιδαδεσ ρετενιδασ	3 950	6 000 ^ζ	506 ^δ
Τοταλ δε παισιπω ψ χαπιταλ νετο	Ξ18 560	Πσ 76 000	€7 920

^α Λα χομπα)α ματριζ τιενε υν δεπ ριστο δε ΔΧ200 000 εν υν βανχο χαναδιενσε. Εστε μοντο σε λλεπα εν λοσ λιβροσ δε λα χομπα)α ματριζ χομο Ξ150 000, χονπερτιδο α ΔΧ1.3333/Ξ1.00.

^β Λα φιλιαλ μεξικανα δεβε Πσ3 000 000 α λα χομπα)α ματριζ. Εστε μοντο σε ινχλυμε εν λασ χυεντας πορ χοβραρ δε λα ματριζ χομο Ξ300 000. Ει ρεμανεντε δε λασ χυεντας πορ χοβραρ (πορ παγαρ) δε λα ματριζ (λα φιλιαλ μεξικανα) εστ(δενομιναδο εν δ(λαρεσ(πεσοσ).

^ζ Λα φιλιαλ μεξικανα εσ προπιεδαδ(ντεγρα δε λα χομπα)α ματριζ. Εστ(ασενταδα εν λοσ λιβροσ δε λα χομπα)α ματριζ χομο Ξ2 200 000. Εστο ρεπρεσεντα λα συμα δελ χαπιταλ σογιαλ (Πσ16 000 000) ψ λασ υτιλιδαδεσ ρετενιδασ (Πσ6 000 000) εν λοσ λιβροσ δε λα φιλιαλ μεξικανα, χονπερτιδοσ α Πσ10.00/Ξ1.00.

^δ Λα φιλιαλ εσπα)ολα εσ προπιεδαδ(ντεγρα δε λα χομπα)α ματριζ. Εστ(ασενταδα εν λοσ λιβροσ δε λα χομπα)α ματριζ χομο Ξ1 660 000. Εστο ρεπρεσεντα λα συμα δελ χαπιταλ σογιαλ (€1 320 000) ψ λασ υτιλιδαδεσ ρετενιδασ (€506 000) εν λοσ λιβροσ δε λα φιλιαλ εσπα)ολα, χονπερτιδοσ α €1.10/Ξ1.00.

^ε Λα φιλιαλ εσπα)ολα τιενε δοχυμεντοσ πορ παγαρ πενδιεντεσ πορ ΦΣ375 000 (| ΦΣ1.3636/€1.00 €275 000) δε υν βανχο συιζο. Εστε πρ(σταμο σε ασιεντα εν λοσ λιβροσ δε λα φιλιαλ εσπα)ολα χομο παρτε δε λοσ €1 210 000 €275 000 €935 000.

ILUSTRACIÓN 10.6
Balance general consolidado de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española, al 31 de diciembre de 2005: variación antes del tipo de cambio

	Χεντραλια Χορπ (Ματριζ)	Φιλιαλ μεξικανα	Φιλιαλ εσπα)ολα	Βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο
Αχτιπωσ				
Εφεχτιπω	Ξ 950 ^α	Ξ 600	Ξ 750	Ξ 2 300
Χυεντας πορ χοβραρ	1 450 ^β	900	950	3 300
Ινπενταριο	3 000	1 500	1 500	6 000
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ μεξικανα	□ ^ζ	□	□	□
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ εσπα)ολα	□ ^δ	□	□	□
Αχτιπω φιφο νετο	9 000	4 600	4 000	17 600
Τοταλ δε αχτιπω				Ξ29 200
Παισιπωσ ψ χαπιταλ χονταβλε				
Χυεντας πορ παγαρ	Ξ 1 800	Ξ 700 ^β	Ξ1 240	Ξ 3 740
Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	2 200	1 700	1 100 ^ε	5 000
Δευδα α λαργο πλαιζο	7 110	2 700	3 200	13 010
Χαπιταλ σογιαλ	3 500	□ ^ζ	□ ^δ	3 500
Υτιλιδαδεσ ρετενιδασ	3 950	□ ^ζ	□ ^δ	3 950
Τοταλ παισιπω ψ χαπιταλ χονταβλε				Ξ29 200

^α Εστα συμα ινχλυμε ΔΧ200 000 θυε λα χομπα)α ματριζ τιενε δεποσιταδοσ εν υν βανχο χαναδιενσε, λλεπαδα εν λιβροσ χομο Ξ150 000, ΔΧ200 000/(ΔΧ1.3333/Ξ1.00) Ξ150.000.

^β Ξ1 750 000 Ξ300 000 (Πσ3 000 000(Πσ10.00/Ξ1.00) δε πρ(σταμο ιντερχομπα)ασ Ξ1 450 000.

^ζ Λα ινπερσι (ν εν λασ φιλιαλεσ σε χονχελα χον ελ χαπιταλ χονταβλε νετο δε λασ φιλιαλεσ εν λα χονσολιδαχι (ν.

^ε Λα φιλιαλ εσπα)ολα δεβε α υν βανχο συιζο ΦΣ375 000(| ΦΣ1.3636/€1.00 €275.000). Εστε μοντο εσ λλεπαδο εν λιβροσ χομο παρτε δε λοσ €1 210 000 €275 000 €935 000. €1 210 000/(€1.10/Ξ1.00) Ξ1 100 000.

ILUSTRACIÓN 10.7

Informe de la exposición de la conversión en el caso de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española, al 31 de diciembre de 2005
(en miles de unidades monetarias)

	Δίλλαρ χαναδιενσε	Πεσο μεξιχανο	Ευρο	Φρανχο Συιζο
Αχτιπο				
Εφεχτιπο	XΔ200	Πσ 6 000	€ 825	ΦΣ 0
Χυεντας πορ χοβραρ	0	9 000	1 045	0
Ινπενταριο	0	15 000	1 650	0
Αχτιπο φιφο νετο	0	46 000	4 400	0
Αχτιπο εξπυεστο	ΔX200	Πσ76 000	€7 920	ΦΣ 0
Πασιπο				
Χυεντας πορ παγαρ	ΔX0	Πσ 7 000	€1 364	ΦΣ 0
Δοχυμεντος πορ παγαρ	0	17 000	935	375
Δευδα δε λαργο πλαζο	0	27 000	3 520	0
Πασιπο εξπυεστο	ΔX 0	Πσ51 000	€5 819	ΦΣ 375
Εξποσιχι Γν νετα	ΔX200	Πσ25 000	€2 101	(ΦΣ 375)

Λα χονσολιδαχι Γν θυε σε πρεσεντα εν λα ύλσπραχι Γν 10.6 εσ βασταντε συμπλιστα. Εσ ατραχτιπα δεσδε χιερτο πυντο δε πιστα πορθυε ελ βαλανχε χονσολιδαδο, δε ηεχηρο, χυαδρα. Εσ δεχιρ, ελ αχτιπο τοταλ εσ ηυαλ αλ πασιπο τοταλ ψ ελ χασιπαλ χονταβλε. Ελ εφεμπλο ιμπλιχα θυε λος τιποσ δε χαμβιο αχτυαλεσ υπλιζαδοσ σεαν λος μιςμοσ θυε λος εμπλεαδοσ χυανδο λασ φιλιαλεσ φυερον χονστιτυιδασ οριγιναλμεντε; εσ δεχιρ, νο ηαν χαμβιαδο δεσδε εντονχεσ. Πορ λο ταντο, ελ εφεμπλο νο εσ μυψ ρεαλιστα, περο σί πρεσεντα δεβιδαμεντε λα μεχ(νιχα) δελ προχεσο δε χονσολιδαχι Γν χον ελ βολετήν ΦΑΣΒ 52. Αλ φιναλ δε χυεντας, ελ οβφετο χεντραλ δε υν μί τοδο δε χονπερσι Γν εσ μανεφαρ δε φορμα σιστεμ(τιχα) λασ παριαχιονεσ χαμβιαριασ.

Παρα δετερμιναρ ελ εφεχτο θυε λασ παριαχιονεσ δελ τιπο δε χαμβιο τενδρ(ν εν ελ βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο δε υνα ΧΜΝ εσ μυψ ιπλ πρεπαραρ υν ινφορμε δε λα εξποσιχι Γν δε λα χονπερσι Γν. Ελ ινφορμε δε λα εξποσιχι Γν δε λα χονπερσι Γν μυεστρα, εν χαδα υνα δε λασ χυεντας ινγλιιδασ εν ελ βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο, λα χαντιδαδ δε εξποσιχι Γν αλ ριεσγο χαμβιαριο θυε εξιστε εν ελ χασο δε χαδα υνα δε λασ μονεδασ εξτρανφερασ εν λασ θυε λα ΧΜΝ τιενε υνα εξποσιχι Γν. Σι χοντινυαμοσ χον νυεστρο εφεμπλο δε Χεντρολια Χορπορατιον ψ οσσ φιλιαλεσ, σαβεμοσ δε λα ύλσπραχι Γν 10.5 θυε λα ΧΜΝ τιενε εξποσιχι Γν χαμβιαρια εν ραζ Γν δελ πεσο μεξιχανο, ελ ευρο, ελ δ(ίλλαρ) χαναδιενσε ψ ελ φρανχο συιζο. Υνα παριαχι Γν εν χυαλθυερα δε λος τιποσ δε χαμβιο δε εστας μονεδασ φρεντε α λα μονεδα δελ ρεπορτε τενδρ(ν) ρεπερχυσιονεσ εν ελ βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο εν ελ χασο δε ηαβερ υνα εξποσιχι Γν πορ χονπερσι Γν νετα παρα εσα μονεδα.

Λα ύλσπραχι Γν 10.7 πρεσεντα ελ ρεπορτε δε λα εξποσιχι Γν δε λα τραδυχι Γν δε Χεντραλια. Ελ ρεπορτε μυεστρα, εν ελ χασο δε χαδα μονεδα θυε ρεπρεσεντα υνα εξποσιχι Γν, ελ μοντο δε λος αχτιποσ ψ λος πασιποσ εξπυεστοσ, δενομιναδοσ εν εσα μονεδα, ασί χομο λα διφερενχια νετα, ο λα εξποσιχι Γν νετα. Εν ελ χασο δελ δ(ίλλαρ) χαναδιενσε ηαμ υνα εξποσιχι Γν νετα ποσιπια δε ΔX200 000, εν ελ δελ πεσο μεξιχανο ηαμ υνα εξποσιχι Γν ποσιπια δε Πσ25 000 000, εν ελ δελ ευρο ηαμ υνα εξποσιχι Γν ποσιπια δε €2 101 000 ψ εν ελ δελ φρανχο συιζο ηαμ υνα εξποσιχι Γν νεγατιπα δε ΦΣ375 000. Υνα εξποσιχι Γν νετα ποσιπια σηνιφιχα θυε λα χαντιδαδ δε αχτιποσ συρετοσ α λα εξποσιχι Γν εσ συπεριορ α λα δε λος πασιποσ εξπυεστοσ, ψ πηχεπερσα εν ελ χασο δε λα εξποσιχι Γν νετα νεγατιπα. Χυανδο ελ τιπο δε χαμβιο δε λα μονεδα συρετα α λα εξποσιχι Γν σε δεπρεχια φρεντε λα μονεδα δε ρεπορτε, ελ παλορ χονπερτιδο δε λος αχτιποσ εξπυεστοσ δισμιθυε εν υν μοντο μαγορ (ινφεριορ) αλ δε λος πασιποσ εξπυεστοσ, εν ελ χασο δε ηαβερ υνα εξποσιχι Γν νετα ποσιπια (νεγατιπα). Πορ οτρα παρτε, χυανδο λα μονεδα εξπυεστα σε απρεχια φρεντε α λα μονεδα δε ρεπορτε, ελ παλορ χονπερτιδο δε λος αχτιποσ εξπυεστοσ σε ινχρεμεντα εν υν μοντο μενορ (συπεριορ) αλ δε λος πασιποσ εξπυεστοσ, σι εξιστε υνα εξποσιχι Γν νετα νεγατιπα (ποσιπια). Πορ λο ταντο, δεσπυ(σ) δε λα παριαχι Γν εν ελ τιπο δε χαμβιο, ελ προχεσο δε χονσολιδαχι Γν νο δαρ(ν) πορ ρεσυλαδο υν βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο θυε χυαδρε.

Παρα μοστραρ ελ εφεχτο θυε τιενε, εν ελ προχεσο δε χονσολιδαχι Γν, υνα παριαχι Γν εν ελ τιπο δε χαμβιο, λος βαλανχεσ γενεραλεσ νο χονσολιδαδοσ δε λα ύλσπραχι Γν 10.5 σε ρεαλιζαρ(ν) εν οτρα οχασι Γν, περο εν Γ(στα) σι συπονεμοσ θυε λος τιποσ δε χαμβιο ηαν παριαδο δε Ξ1.00 ΔX1.3333 Πσ10.00 €1.10 ΦΣ1.50 α Ξ1.00 ΔX1.3333 Πσ10.00 €1.1786 ΦΣ1.50. Ηεμοσ συπυεστο θυε σ(ίλο) ηα χαμβιαδο (σε ηα δεπρεχιαδο) ελ ευρο φρεντε α τοδασ λασ δεμ(σ) μονεδασ χον λα ιντενχι Γν δε θυε ελ εφεμπλο σεα σενγυλλο ψ νοσ περμιτα δεσχιφραρ μεφορ ελ εφεχτο δε υνα παριαχι Γν εν ελ τιπο δε χαμβιο.

ILUSTRACIÓN 10.8

Balance general consolidado de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española, al 31 de diciembre de 2005; después de una variación en el tipo de cambio (en miles de dólares)

	Χεντραλια Χορπ. (Ματριζ)	Φιλιαλ μεξικανα	Φιλιαλ εσπα)ολα	Βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο
Αχτιω				
Εφεχτιω	Ξ 950 ^α	Ξ 600	Ξ 700	Ξ 2 250
Χυεντας πορ χοβραρ	1 450 ^β	900	887	3 237
Ινβενταριο	3 000	1 500	1 400	5 900
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ μεξικανα	□ ^ζ	□	□	□
Ινπερσι (ν εν φιλιαλ εσπα)ολα	□ ^δ	□	□	□
Αχτιω φιφο νετο	9 000	4 600	3 733	17 333
Τοταλ Αχτιω				Ξ28 720
Ποσιω ψ χαπιταλ νετο				
Χυεντας πορ παγαρ	Ξ1 800	Ξ 700 ^β	Ξ1,157	Ξ 3 657
Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	2 200	1 700	1,043 ^ε	4 943
Δευδα δε λαργο πλαιο	7 110	2 700	2,987	12 797
Χαπιταλ σοχιαλ	3 500	□ ^ζ	□ ^δ	3 500
Υτιλιδαδεσ ρετενιδασ	3 950	□ ^ζ	□ ^δ	3 950
Αφουστε αχυμυλαδο πορ χονπερσι (ν	□	□	□	(127)
Τοταλ ποσιω ψ χαπιταλ				Ξ28 720

^α Εστο ινχλιμπε λοσ ΔΧ200 000 θυε λα χομπα)α ματριζ τιενε εν υν βανχο χαναδιενσε ψ σε λλεπα χομο Ξ150 000. ΔΧ200 000(ΔΧ1.3333/Ξ1.00) Ξ150 000.

^β Ξ1 750 000 Ξ300 000 (Πσ3 000 000(Πσ10.00/Ξ1.00) πρ[σταμο ιντερχομπα)ασ Ξ1 450 000.

^γ Λα ινπερσι (ν εν λασ φιλιαλεσ σε χανχελα πορ ελ παλορ χονταβλε νετο δε λασ φιλιαλεσ εν λα χονσολιδαχι (ν.

^ε Λα φιλιαλ εσπα)ολα δεβε αυν βανχο σοιζο ΦΣ375 000(| ΦΣ1.2727/€1.00 €294 649). Εστο σε λλεπα εν λιβροσ δεσπυ[σ δε λα παριαχι (ν δελ τιπο δε χαμβιο, χομο παρτε δε €1 229 649 €294 649 €935 000. €1 229 648/€1.1786/Ξ1.00) Ξ1 043 313.

Παρα तेнер υνα ιδεα γενεραλ δελ εφεχτο δε λα παριαχι (ν δελ τιπο δε χαμβιο, ρεχυερδε θυε εν λα ιλυστραχι (ν 10.7 πιμοσ θυε ηαψ υνα εξποσιχι (ν νετα ποσιπια δε €2 101 000. Εστο μπλιχα θυε, δεσπυ[σ δε λα δεπρεχιαχι (ν δε 7.145% δε €1.1000/Ξ1.00 α€1.1786/Ξ1.00, λοσ αχτιωσ εξπυεστοσ δενομιναδοσ εν ευροσ, εν συ παλορ χονπερτιδο, βαραρ(ν εν Ξ127 377 μ[σ θυε λοσ πασιωσ εξπυεστοσ δενομιναδοσ εν ευροσ. Λο αντεριορ σε χαλχυλα δε λα μανερα σιγυιεντε:

$$\frac{\text{Εξποσιχι (ν νετα μονεδα } \iota}{\Sigma_{\nu\epsilon\sigma\tau\rho}[\iota/\delta\epsilon\lambda \rho\epsilon\pi\omicron\rho\tau\epsilon]} \quad \frac{\text{Εξποσιχι (ν νετα μονεδα } \iota}{\Sigma_{\sigma\iota\omega\rho\iota}[\iota/\delta\epsilon\lambda \rho\epsilon\pi\omicron\rho\tau\epsilon]}$$

δεσεθυλιβριο εν μονεδα δε ρεπορτε

Εν ελ χασο δε νυεστρο εφεμπλο:

$$\frac{\text{€2 101 000}}{\text{€1.1786/}\Xi\text{1.00}} \quad \frac{\text{€2 101 000}}{\text{€1.1000/}\Xi\text{1.00}} \quad \Xi\text{127 377}$$

Εσ δεχιρ, λα εξποσιχι (ν δε λα τραδυχι (ν νετα δε €2 101 000 εν δ[λαρεσ εσ Ξ1 910 000 χυαν-δο σε τραδυχε αλ τιπο δε χαμβιο δε €1.1000/Ξ1.00. Υνα δεπρεχιαχι (ν δελ ευρο δε 7.145%, α€1.1786/Ξ1.00 δαρ[πορ ρεσυλταδο υνα π[ρδιδα δε Ξ127 377 €2 101 000 1.1785 0.07145 πορ λα χονπερσι (ν.

Λα ιλυστραχι (ν 10.8 μυεστρα ελ προχεσο δε χονσολιδαχι (ν ψ ελ βαλανχε γενεραλ χονσολιδαδο δε Χεντραλια Χορπορατιον ψ συσ δοσ φιλιαλεσ εξτρανφερασ δεσπυ[σ δε λα δεπρεχιαχι (ν δελ ευρο. Ν[τεσε θυε λοσ παλορεσ δε λασ χυεντας σον λοσ μισμοσ θυε λοσ δε λα ιλυστραχι (ν 10.6 παρα λα χομπα)α ματριζ ψ λα φιλιαλ μεξικανα. Νο οβσταντε, λοσ παλορεσ δε λασ χυεντας δε λα φιλιαλ εσπα)ολα σον διφερεντεσ δεβιδο α λα παριαχι (ν δελ τιπο δε χαμβιο. Αηορα, παρα θυε ελ βαλανχε γενεραλ χυαδρε, εσ νεχεσαριο तेнер υνα χυεντα δε χαπιταλ χονταβλε δε αφουστε πορ χονπερσι (ν, χον υν σαλδο δε Ξ127 377. Χομο αντεσ, νοσ ρεφεριμοσ α εστα χυεντα εσπεχιαλ δε χαπιταλ χονταβλε χομο λα χυεντα δε αφουστε αχυμυλαδο πορ λα χονπερσι (ν ο ΑΑΧ. Ελ σαλδο δε εστα χυεν-

τα εν χρυαλθιερ μομεντο ρεπρεσεντα ελ τοταλ αχυμυλαδο δε τοδος λος αφυστωσ δε τραδυχι (ν πασαδος. Ελ βολετιν ΦΑΣΒ 52 μανερα ελ εφεχτο δε λασ παριαχιονεσ δελ τιπο δε χαμβιο χομο υν αφυστε αλ χαπιταλ, εν λυγαρ δε υνο α λα υπλιδαδ νετα πορθυε (λασ παριαχιονεσ δε λος τιποσ δε χαμβιο τιενεν υν εφεχτο ινδιρεχτο εν λα ινπερσι (ν νετα θυε σε ποδρι(α ρεαλιζαρ εν ραζ (ν δε λα πεντα ο λα λιθιδαχι (ν, περο, αντεσ δε λα πεντα ο λα λιθιδαχι (ν, εσε εφεχτο εσ ταν ινχιερτο ψ ρεμοτο χομο παρα ρεθυεριρ θυε λος αφυστωσ δε λα χονπερσι (ν θυε οχυρραρ εν ελ πρεσεντε νο σε δεβαν ρεπορταρ χομο παρτε δε λος ρεσυλαδοσ δε λασ οπεραχιονεσ(6

Manejo de la exposición por conversión

La exposición por conversión frente a la exposición de la transacción

En el capítulo 8 explicamos la exposición de la transacción y la forma de manejarla. Es interesante señalar que parte de los mismos rubros que son fuente de una exposición de la transacción también son fuente de la exposición por conversión, pero otros no lo son. La ilustración 10.9 presenta un informe de la exposición de la conversión de Centralia Corporation y sus dos filiales. Los rubros que crean la exposición de la transacción son las cuentas por pagar y por cobrar que están denominadas en una moneda que no es la misma en la que la unidad realiza sus transacciones o el dinero que se tiene denominado en una moneda extranjera. En la ilustración podemos observar que la compañía matriz tiene dos fuentes de exposición de la transacción. Una es el depósito de 200 mil dólares canadienses que tiene en un banco en Canadá. Es evidente que si el dólar canadiense se deprecia, entonces este depósito tendrá menos valor para Centralia Corporation cuando lo convierta a dólares de Estados Unidos. Antes señalamos que este depósito también representa una exposición de la conversión. De hecho, se trata de la misma razón que lo hace una exposición de la transacción. Las cuentas por el monto de tres millones de pesos que la matriz tiene por cobrar a la filial mexicana, también son una exposición de la transacción, pero no una exposición por conversión, debido a la red de cuentas por pagar y por cobrar que existe en el interior de la compañía. Los documentos por pagar, por FS375 000, que la filial debe al banco suizo son una exposición de la transacción y también por conversión.

En términos generales no es posible eliminar tanto la exposición de la transacción, como la de la conversión. En algunos casos, la eliminación de una exposición también elimina la otra. Sin embargo, en algunos casos, la eliminación de una exposición de hecho crea la otra. particularmente, la exposición de la transacción implica flujos reales de efectivo, creemos que ésta se debería considerar como la más importante de las dos. Es decir, el administrador de finanzas no querría crear, legítimamente, una exposición de la transacción a expensas de minimizar o eliminar la exposición de la conversión. Como señalamos antes, el proceso de conversión no tiene un efecto directo en los flujos de efectivo de la moneda del reporte y sólo tendrá un efecto concreto en la inversión neta cuando se vendan o liquiden los activos. Los administradores al parecer coinciden en este punto. En una encuesta recientemente aplicada, en cuanto a las prácticas para manejar el riesgo cambiario en compañías multinacionales del Reino Unido, Estados Unidos y la zona Asia-Pacífico, Marshall (200) encontró que 83% daban a lugar que “mucho” o “todavía más” en resaltar el manejo de la exposición de la transacción, mientras que sólo 37% concedía esa misma importancia a la administración de la exposición de la conversión.

ILUSTRACIÓN 10.9

Informe de la exposición por conversión de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española, 31 de diciembre de 2005

Φιλιαλ	Μοντο	Χυεντα	Εξποσιχι (ν πορ χονπερσι (ν
Ματριζ	ΔΧ200 000	Εφεχτιπο	Σ(
Ματριζ	Πσ3 000 000	Χυεντασ πορ χοβραρ	Νο
Εσπα(ολα	ΦΣ375 000	Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	Σ(

⁶ Véase FASB 52, párrafo 111.

ILUSTRACIÓN 10.10

Informe revisado de la exposición por conversión de Centralia Corporation, su filial mexicana y su filial española, al 31 de diciembre de 2005 (en miles de unidades monetarias)

	Δ/λαρ χαναδιενσε	Πεσο μεξιχανο	Ευρο	Φρανχο σιζο
<i>Αχτιπο</i>				
Εφεχτιπο	ΔΧ0	Πσ 3 000	€ 550	ΦΣ0
Χυεντασ πορ χοβραρ	0	9 000	1 045	0
Ινπενταριο	0	15 000	1 650	0
Αχτιπο νετο φιφο	0	46 000	4 400	0
Αχτιποσ εξπυεστοσ	ΔΧ0	Πσ73 000	€7 645	ΦΣ0
<i>Πασιπο</i>				
Χυεντασ πορ παγαρ	ΔΧ0	Πσ 7 000	€1 364	ΦΣ0
Δοχυμεντοσ πορ παγαρ	0	17 000	935	0
Δευδα δε λαργο πλαζο	0	27 000	3 520	00
Πασιποσ εξπυεστοσ	ΔΧ0	Πσ51 000	€5 819	ΦΣ0
Εξποσιχι Ιν νετα	ΔΧ0	Πσ22 000	€1 826	ΦΣ0

Centralia Corporation y sus filiales pueden tomar ciertas medidas para reducir su exposición de la transacción y para, al mismo tiempo, reducir su exposición por conversión. Una medida que puede tomar la compañía matriz es convertir los depósitos en dólares canadienses en efectivo a depósitos en dólares de Estados Unidos. En segundo lugar, la compañía matriz puede requerir el pago de los tres millones de dólares que le debe su filial mexicana. En tercer lugar, la filial española tiene suficiente liquidez para saldar el préstamo de FS375 000 con el banco suizo. Si toma estas tres medidas, toda la exposición de la transacción de la CMN se eliminará. Es más, la exposición por conversión disminuirá. Podemos observar lo anterior en la ilustración 10.10, la cual es una revisión de la ilustración 10.7, que contiene un informe de la exposición por conversión de Centralia Corporation y sus filiales. La ilustración 10.10 muestra que ya no existe una exposición por conversión asociada al dólar canadiense ni al franco suizo. Además, la ilustración muestra que la exposición neta ha bajado de Ps25 000 000 a Ps22 000 000 en el caso del peso y de 2 101 000 a 1 826 000 en el caso del euro.

Cobertura de la exposición por conversión

La ilustración 10.10 indica que resta todavía una exposición considerable por conversión respecto a las variaciones del tipo de cambio del peso mexicano y del euro frente al dólar de Estados Unidos. Hay dos métodos para afrontar esta exposición restante, si uno desea tratar de controlar los cambios contables del valor histórico de la inversión neta. Los métodos son la cobertura con el balance general o la cobertura con derivados.

Cobertura con el balance general

Observe que la exposición por conversión no es específica de una entidad, sino que, por lo contrario, es específica de la moneda. Su fuente es un desequilibrio entre los activos netos y los pasivos netos denominados en la misma moneda. Una **cobertura con el balance general** elimina este desequilibrio. Al utilizar el euro como ejemplo, la ilustración 10.10 muestra que los activos expuestos son 1 826 000 más que los pasivos. Si la filial española o, más posiblemente, la compañía matriz o la filial mexicana tuvieran pasivos por 1 826, más o menos activos, denominados en euros, no habría una exposición por conversión relacionada con el euro. Se habría creado una cobertura perfecta con el balance general. Una variación del tipo de cambio /\$ ya no tendría efecto en el balance general consolidado, toda vez que la variación del valor de los activos denominados en euros sería compensada totalmente por la variación del valor de los pasivos denominados en euros. No obstante, si la compañía matriz o la filial mexicana incrementaran sus pasivos, por así decirlo, por medio de préstamos denominados en dólares, para afectar la cobertura con el balance general, esto crearía, al mismo tiempo, una exposición de la transacción del euro, si la nueva obligación no se pudiera cubrir con los flujos de efectivo de euros generados por la filial española.

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 preveemos 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 φυνχιοναλ 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 διψισι |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 τρανσαχχι |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 εσχιβιρ 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 Γοοδς, 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 ελ νυεπο 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) Ινπεστινγε λο θυε Συνδανχε ψ συσ φιλιαλες πυεδεν ηαχερ παρα χοντρολαρ συσ εξποσιχιονεσ δε λασ τρανσαχχιονεσ ψ δε λα χονπερσι Γν. Δετερμινε σι δεβερ)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 χαπαλ 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
Χαπαλ σογιαλ	5 000	4 500 ^β	2 900 ^ζ
Υτιλιδαδεσ ρετενιδασ	6 000	3 420 ^β	1 600 ^ζ
Τοταλ πασιω ψ χαπαλ	$\Xi 27\ 000$	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) ρεσαντεσ 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 χαπαλ 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 χαπαλ 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 φαπον)σ. 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	Παριτυπαχι ίν δε λος αχχιονιστας	Αχτιπο τοταλ	Ιγγρεσο νετο	Ραζ ίν δε χραπαταλ (%) 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 Χρ ίδιτ Αγριχολε	Φραγχια	59 140	1 098 669	3 461	7.6%
4	Ρομαλ 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	Φραγχια	42 929	982 917	4 721	9.4%
8	Σαντανδερ Χεντραλ Ηισπανο	Εσπαλα	38 284	406 946	3 277	8.3%
9	Μιζυηο Φιναρχιαλ Γρουπ	θαπ ίν	36 864	1 223 478	□20 499	□
10	Δευτσχηε Βανκ	Αλεμανια	35 399	1 008 696	1 713	10.0%
11	Ωελλς 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	Συιζα	31 827	1 116 215	5 142	11.8%
15	Βαρχλαμσ	Ρεινο Υνιδο	29 790	788 252	4 879	7.9%
16	Ραβοβανκ Νεδερλανδ	Παί σσεσ Βαροσ	29 564	506 228	1 761	10.8%
17	Βανχο Βιλβαο αιζχαμια Αργενταρια	Εσπαλα	29 380	361 755	2 795	8.5%
18	Μιτυβισηι Τοκαμο ΦΓ	θαπ ίν	28 412	836 358	□1 362	5.7%
19	Χρεδιτ Συισσε Γρουπ	Συιζα	27 939	774 879	4 026	11.7%
20	Συμιτομο Μιτυβι Βανκινγ	θαπ ίν	26 714	863 507	□3 621	5.4%
21	Σοχι τ ί Γ ί ν ί ραλε	Φραγχια	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	θαπ ίν	22 477	679 215	□5 124	□
25	ΑΒΝ Αμρο	Παί σσεσ Βαροσ	22 472	703 461	3 968	8.2%
26	Ινδυστριαλ & Χομμερχιαλ Βανκ οφ Χηινα (ΙΧΒΧ)	Χηινα	21 531	577 130	789	5.5%
27	ΙΝΓ	Παί σσεσ Βαροσ	20 964	679 809	1 807	7.6%
28	Βανχα Ιντεσα	Ιταλια	19 793	326 622	1 524	7.8%
29	Ωασηινγτον Μυτυαλ	Εσταδος Υνιδος	19 742	275 178	3 880	□
30	ΥΣ Βανχορπ	Εσταδος Υνιδος	19 242	189 286	3 733	9.1%

Φουεντε: Τομαδο δε Ευρομονεμ, φρονο 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	Σ΄	Σ΄	No
Βανχο χορρεσπονσαλ	Εξτρανφερο	No/Σ΄	No/Σ΄	No	No	No/Σ΄
Οφιχινα ρεπρεσεντατιπα	Εξτρανφερο	No	No	Σ΄	Σ΄	No
Συχυρσαλ εν ελ εξτρανφερο	Εξτρανφερο	Σ΄	Σ΄	No	No	No
Συβσιδιαρια	Εξτρανφερο	Σ΄	Σ΄	No	No	Σ΄
Βανχο φιλιαλ	Εξτρανφερο	Σ΄	Σ΄	No	No	Σ΄
Βανχο δε λα λεψ Εδγε	Εσταδοσ Υνιδοσ	Σ΄	Σ΄	No	No	Σ΄
Χεντρο βανχαριο ιντερναχιοναλ	Τ Γ χνιχαμεντε εξτρανφερο	Σ΄	Σ΄	No	No	No
Σερωχιοσ δε λα βανχα ιντερναχιοναλ	Εσταδοσ Υνιδοσ	Σ΄	Σ΄	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.

ΙΛΥΣΤΡΑΧΙΟΝ 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	$5\frac{196}{117} \square 5\frac{11}{32}$	$4\frac{3}{4} \square 4\frac{5}{8}$	$4\frac{136}{136} \square 4\frac{11}{6}$	$4\frac{136}{136} \square 4\frac{136}{136}$	$5\frac{116}{1311} \square 4\frac{136}{1311}$	$5\frac{352}{317} \square 5\frac{312}{312}$
Φρανχο σιζο		$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$	$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$	$3\frac{3}{4} \square 3\frac{5}{8}$		$3\frac{1}{4} \square 3\frac{7}{8}$
Δ'λαρ χαναδιενσε	$2\frac{34}{132} \square 2\frac{55}{132} \square 2\frac{129}{132}$	$2\frac{7}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{7}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{7}{8} \square 2\frac{1372}{1372}$	$2\frac{16}{16} \square 2\frac{1392}{1392}$	$2\frac{32}{32} \square 2\frac{136}{136}$
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	$1\frac{1}{16} \square 1\frac{1}{16}$	$1\frac{1}{16} \square 1\frac{1}{16}$	$1\frac{1}{8} \square 1\frac{1}{8}$	$1\frac{1}{16} \square 1\frac{1}{32}$	$1\frac{1}{32} \square 1\frac{1}{32}$	$1\frac{1}{8} \square 1\frac{312}{312}$
Σινγαπυρ 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.

ΙΛΥΣΤΡΑΧΙΟΝ 11.4

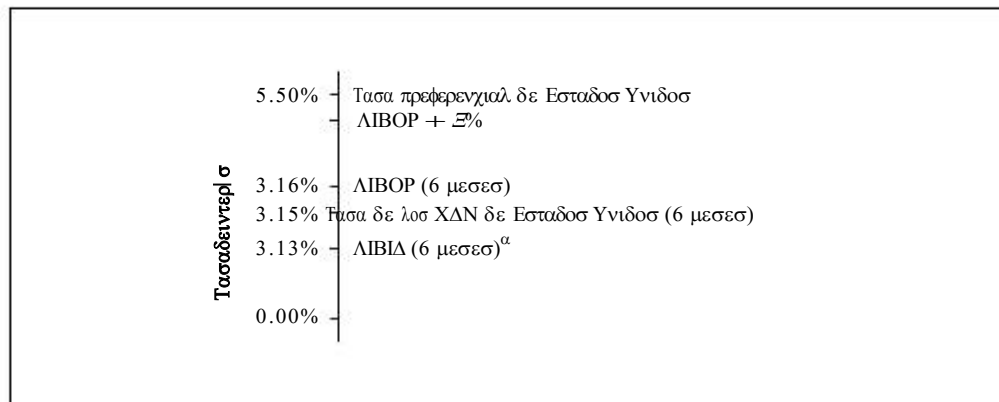
Pasivo externo de la banca internacional
(al final del año en miles de millones de dólares de Estados Unidos)

	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 Βανκινγ ανδ Φινανχιαλ Μαρκετ Δεβελοπιμεντα, 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 ΛΙΒΙΑ δένοτα λα τασά ιντερβανχάρια 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 ¼% y 3% con la tasa mediana entre ½% y 1½%, 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.

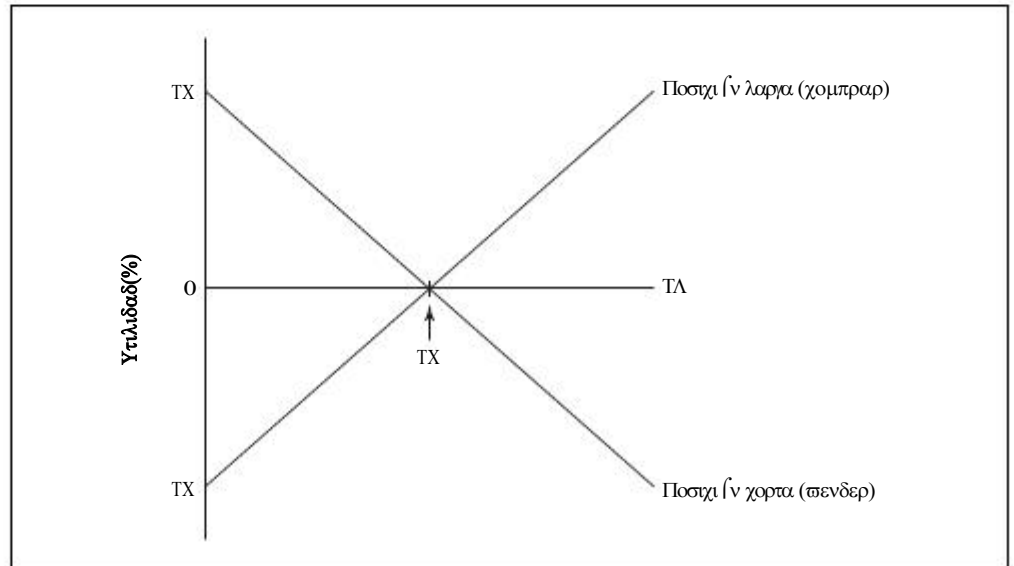
El contrato con tasa de interés a plazos (o forward) (CTP) se celebra entre bancos y permite al eurobanco protegerse contra el riesgo de la tasa de interés en depósitos y créditos con tasa diferente. El tamaño del mercado es enorme. En junio del 2004 el valor nominal de los CTP ascendía a \$13 144 millones.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

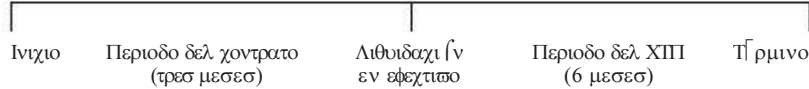
La ilustración 11.6 contiene un perfil de recuperación de un contrato con tasa futura. *TL* denota la tasa de liquidación y *TC*, la del contrato.

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 Φινανχιαλ Μαρκετ Δεπελοπιμεντ*. Βανγκο Ιντερναχιοναλ 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)

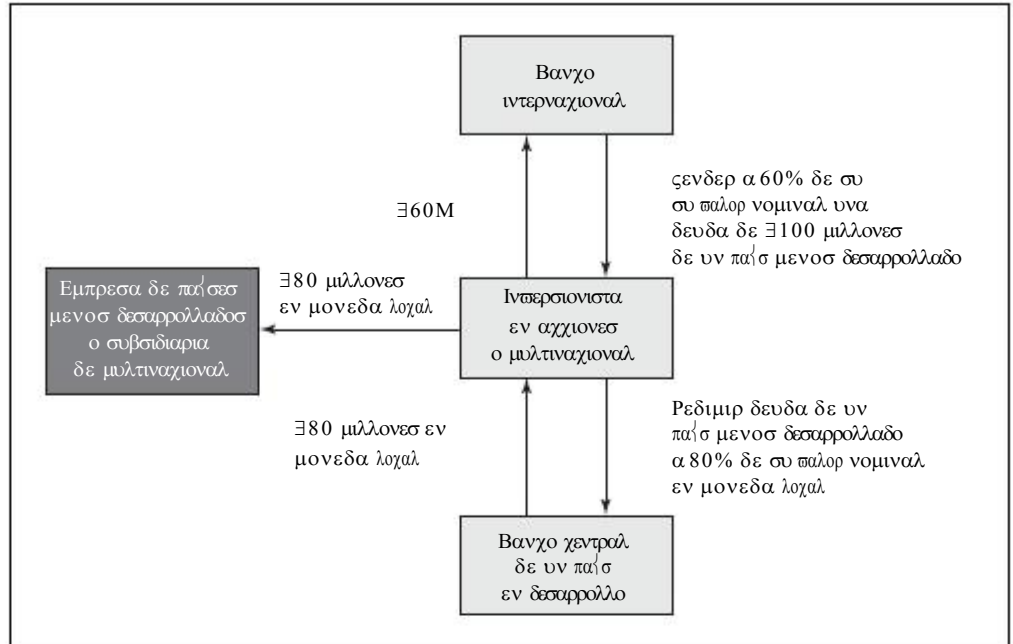
Βαγκο	Πρῶσταμοσ νο χοβραδοσ	Ρεσερβασ δε πῶρδιδα εν πρῶσταμοσ α παῖσεσ συβδεσαρρολλαδοσ
Χιτιχορπ	Ξ2.900	Ξ3.432
ΒανκΑμεριχα Χορπ.	2.407	1.808
Μανυφαχτυρερσ Ηανσπερ Χορπ.	1.883	1.833*
Χηεμχαλ Νεω Ψορκ Χορπ.	1.733	1.505*
Χηασε Μανηατταν Χορπ.	1.660	1.970
Βανκερσ Τρυστ Νεω Ψορκ Χορπ.	1.277	1.000
Θ. Π. Μοργαν & 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.

Φυνε: *Τηε Ωαλλ Στρετ θουρναι*, 30 δε διχημβρε, 1987. Ιλουτραχι ῖν ρειμπρεσα χον αυοριζαχι ῖν δε *Τηε Ωαλλ Στρετ θουρναι*,
▼ 1987 Δοω θονεσ & Χομπανψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχητοσ ρεσερβαδοσ 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 swap 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[σοφ]ο ψ εχονομιστα εσχοχ[η]σ δελ σ[τ]γλο Ξ[ε]π[ι] εσ φαμο-
σο πορ ηαβερ φορμυλαδο (1) ελ μεχανισμο δε φλυφο πρεχιο-εσπεχιε
δελ αφιστε δε λα βαλανζα δε παγοσ, (2) λα δοχτρινα δε λα ναυπραλι-
δαδ δελ δινερο ψ (3) λα ταο[ρ]ια χλ[η]σχα δελ ιντερ[ε]σ. Νο γοζαν δε λα
μισμα φαμα σ[υ]σ χομενταριοσ ρεφερεντεσ α λα δευδα εξτερνα δε
λοσ πα[ρ]ισεσ σοβερανοσ. Α[σ]τιμα. Εσ[ο]σ σε ενχυεντραν χοντενιδοσ
εν σ[υ] ενσαμο δε 1752 Σοβρε ελ χ[ρ]ι[σ]τι[σ]ο π[ρ]οβλ[η]μα ψ σε απ[η]λ[η]ξαν μυψ
βιεν αλ προβλεμα αχ[η]λα δε λα δευδα δελ Τερχερ Μυνδο. Σι λοσ
πλανιφιαδορεσ δε λα πολ[ι]τ[η]α ψ λοσ βανθυεροσ ηυβιεραν ατενιδιο α
σ[υ]σ ρεχομενδαχιονεσ, ποδ[ρ]ι αν ηαβερ επιταδο λα τερριβλε σεχυελα
θυε πρεπι []: πρεσ[τ]αρ εν εξχεσο, φινανχιαρσε εν εξχεσο, αδιμιστραρ
μαλ λα δευδα, δεσπερδιχιαρ δινερο ψ υν ποσιβλε ινχυμπλιμιεντο.

Παρα Ηυμπε ελ χ[ρ]ι[σ]τι[σ]ο νο δερα ναδα βυενο:

Λοσ αβυσοσ δε λοσ τεσοροσ [εν ποδερ δελ εσταδο] σον πελιγοσοσ
πορθυε σε απρεσυρα α χονφιαρλοσ α εμπρεσασ ριεσοσασ. Λοσ χονσε-
χυενχιασ δε λοσ αβυσοσ δε λοσ ηιποτεχασ σον α [] μ[ε]σ σεχυροσ ε []
επιταβλεσ: ποβρεζα, ιμποτενχια ψ συρεχι [] να ποδερεσ εξτρανφεροσ.

Λοσ ναχιονεσ θυε πρεσυμεν σ[υ] χαπαχιδαδ δε ενχοντραρ θυι[]-
νεσ []εσ πρεσ[τ]εν, σιεντεν λα τεναχι []ν δε νο ιμπονερσε λ[ι]μιτε
αλγυνο παρα δεροχηαρ δεσπ[υ]σ [] λοσ φονδοσ εν προμηχ[η]τοσ ιμπ[ρ]ο-
δυχ[η]τωσ:

Ρεσυλτα μυψ τεναδορ παρα υν μινιστρο ρεχυρρι[] α μεδιδασ θυε
λο ηαγαν μυψ ποπυλαρ δυραντε σ[υ] αδιμιστραχι []ν: νο ιμπονερ
φυερετεσ ιμπυεστοσ α λα ποβλαχι []ν υ οτροσ σαχρ[η]φ[η]χοσ θυε λε αγα-
ρρεεν χ[ρ]ι[σ]τ[η]ασ. Πορεσο τοδοσ λοσ γοβιερνοσ σιμπρε λο ηαχεν. Σερ[ι]α
ιγυαλμεντε ταν ιμπρυδεντε δαρλε α υν ηιφο π[ρ] []διγο υν π[ρ] []σταμο
εν τοδοσ λοσ βανχοσ δε Λονδρεσ θυε δελεγαρ α υν εσταδιστα παρα
θυε δερε α λα ποστεριδαδ εσοσ χομπρομισσοσ.

Περο ταρδε ο τεμπρανο ηαμ[]θυε παγαρ λοσ ιμπυεστοσ ψ λα χαργα
δελ σερχηιο δε λα δευδα ρεχαερ[] εν λοσ ποβρεσ:

Λοσ ιμπυεστοσ θυε σε γραπαν α φιν δε παγαρ λοσ ιντερεσεσ σον...
υνα οπρεσι []ν παρα λοσ μ[ε]σ ποβρεσ.

Εσοσ μισμοσ ιμπυεστοσ []περφυδιχαν ελ χομερχιο ψ δεσαλιενταν
λα ινδυστριασ, ινηιβιενδο ασ[] ελ δεσαρρολλο εχον []μιχο ψ χονδεναν
αλ πα[ρ]ισα υνα ποβρεζα περπετυα. Λα χαργα δε λα δευδα ταμβι []ν
εμποβρεχε α λοσ χομερχιαντεσ π[ρ] []σπεροσ ψ α λοσ τερρατενιεντεσ
θυε χονσ[]τιτυνην λα βασε δε λα εσταβιλιδαδ ψ λιβερατ[η]δ πολ[ι]τ[η]α. Αλ
εμποβρεχερε λα χλασε μεδια:

Ψα νο θυεδα νινγυνα δεφεנסα χοντρα λα τιραν[]α. Λοσ ελεχχιονεσ σε
γαναν χον ελ σοβορνο ψ λα χορρυχι []ν. 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 σπρεσι (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, ασ(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 πα(ς συβδεσαρρολλαδο, εν λος σιγιεντες τ(ρμινος:

Λος εξτρανφερος ποσσειν γραν παρτε δε λος φονδος δε νυεστρο πα(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 χρεδιτχια 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 πολυταρια 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 σπρα πεζ:

Λος ηομβρες δε τοδασ λας εδαδες μυερδεν ελ μισμο ανζυελο: χαιεν εν λας μισμασ τραμπασ υνα ψ σπρα 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 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(ρι(Εν ρεαλιδαδ υνα ναχι (ν θυε αχαβα δε ινχυμπλιρ εσ θυιζ(υν ριεσγο μ(ς αχεπταβλε θυε υνα θυε τοδαπ(α νο λο ηαχε:

Υν πιλλο στυλεντο... 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: πρεστυεν χον πρυ(δενχια. Υνα πεζ θυε υν πα(ς σε ενδευδε μ(ς αλλ(δε συ χαπαχιδαδ γραπαβλε, σεντιρ(λα φυερτε τενταχι (ν δε ινχυμπλιρ. Δεσδε συ πυντο δε πιστα σερ(μενος χοστοςο ρεχηαζαρ λα δευδα θυε σανγραρ 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 Ωαλλ Στραεετ θουρναλ*, 21 δε φεβρερο δε 1989, π. Α20. Ρεμπρεσο χον αυτοριζαχι (ν δε *Τηε Ωαλλ 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|ριχα 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 προχτιχιαμεντε 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|ριχα 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 λογραφο 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:

Ευροβανχο 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. Α87 η Α92, ρεσπεχιτωμεντε, 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 φιφα	3 633.6	4 158.3	5 015.8	6 253.9	7 891.6
Παχαρφσ δε τασα φιλοταντε	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 γαραντ'ια 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. Α87, 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{ } \$1 \text{ } 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 Παγαρ(δε τασα φλοταντε	Ανυαλ Τριμεστραλ ο σεμεστραλ	Φιφο ζαριαβλε	Μονεδα δε λα εμισι (ν 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 Παρος, 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
<i>Ναχιοναλιδαδ</i>					
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
<i>Τιπο</i>					
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 ανδ Φινανχιαλ Μαρκετ Δεπελοπιμεντ*, Βανχα Ιντερναχιοναλ δε Παγοσ, τιβλασ 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

Esta semana Heineken lanzó la emisión más grande de bonos no calificada en el mercado de euros en un intento de atraer a los inversionistas transatlánticos. El valor de la emisión es de 1.100 millones de euros, lo que representa el mayor volumen de una sola emisión de bonos no calificados en el mercado de euros desde la emisión de 2003. Heineken demuestró la fuerza de su marca al vender los bonos a un precio de 98,5 céntimos por euro, lo que indica una demanda fuerte. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

El bono a 10 años se vende a un precio de 98,5 céntimos por euro, lo que indica una demanda fuerte. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

La compañía también ha emitido bonos no calificados en otros mercados. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

La compañía también ha emitido bonos no calificados en otros mercados. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

La compañía también ha emitido bonos no calificados en otros mercados. Heineken es una de las pocas compañías que emiten bonos no calificados en el mercado de euros. La emisión se usará para financiar la expansión de la compañía en mercados emergentes.

Fuente: Extracto de *EuroWeek*, Londres, octubre 26, 2003, p. 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 λλαμαδο Σερπιχιο δε Επαλυαχι (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 χουασα 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 ΕΕΤΡΕΜΑΔΑΜΕΝΤΕ 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 πωλνεραβιλιδαδ 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)ηαχασ 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)ηαχασ προτεχορασ, σον χοντραρρεσταδασ πορ υνα γραν ινχερτιδυμβρε ο εξποσιχι (ν α χονδιχιονεσ αδπερσασ.

BB Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σον ΜΕΝΟΣ εΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ 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 σωσ χομπρομισοσ φινανχιεροσ.

B Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σον ΜΣΣ εΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ θυε λος θυε ρεχιβεν υνα χαλιφιχαχι (ν BB, περο τιενεν λα χαπαχιδαδ δε χυμπλιρ σωσ 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 εΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ ΑΧΤΥΑΑΜΕΝΤΕ ψ δεπενδεν δε χονδιχιονεσ φινανχιερασ ψ εχον (μιχασ φαποραβλεσ παρα χυμπλιρ σωσ χομπρομισοσ.

XX Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν ΣΟΝ ΜΥΨ εΥΛΝΕΡΑΒΛΕΣ 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 ρελατιπωα δεντρο δε λασ πρινχιπαλεσ χατεγοριασ.

P Λασ εμισορεσ χον εστα χαλιφιχαχι (ν σε ηαλλαν βαφο 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)ηαχασ 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 ρεαλιζαχι (ν πυντωαλ 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 χασσοσ εν θυε ελ ριεσγο πα(σ)λασ ηαχε διφερεντεσ αλ τραταρεσ 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 οφρεππος 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

Περσπεχτυα δε χρεχιμιεντο εχον (μιχο

- Ταμα)ο ψ χομποσιχι (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 περσιονες 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 χομποσιχι (ν μονεταρια ψ δε λος πενχιμιεντος
- Προφυνδιδαδ ψ εξτενσι (ν δε λος μερχαδος λοχαλεσ δε χαπταλ

Πασσο χοντινιεντε ψ εν ελ εξτρανφερο

- Ταμα)ο ψ σαλλυδ 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 οφρεππος 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
- Χομποσιχι (ν δε λος φλυφος δε χαπταλ
- Ρεσερψασ 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 πενχιμιεντος, χομποσιχι (ν μονεταρια ψ σενσιβιλιδαδα λασ φλυχτυαχιονες δε λα τασασ δε ιντερ(σ
- Αχχεςο αλ φινανχιαμιεντο χονχεςσιοναδο
- 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 πενχιμιεντος, χομποσιχι (ν μονεταρια ψ σενσιβιλιδαδ α λασ φλυχτυαχιονες δε λασ τασασ δε ιντερ(σ
- Αχχεςο αλ φινανχιαμιεντο χονχεςσιοναδο
- Χαργα δελ σερπιχιο δε λα δευδα

Φυεντε: ωφω.στανδαρδανδποορσ.χομ. Δαπιδ Τ. Βεερσ, 15 δε μαγιο δε 2004. Ιλουστραχι (ν ρειμπρεσα χον αωτορ(ζαχι (ν δε Στανδαρδ & Ποορ(σ, υνα διτσι (ν δε Τηε ΜχΓραω-Ηιλλ. Χομπανιες, Ινχ.

ILUSTRACIÓN 12.8

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

Εμισι ἴν τωπάλ δε βονος			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	2	Χιτιγρουπ	207
2	1	Δευτσχη Βανκ	171
3	3	ΘΓΠΜοργαν	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	ΘΓΠΜοργαν	19
Βονος δε τωσα φια εν δ ἴλαρεσ			
2004	2003	Βανχο	Πυντωαχι ἴν
1	1	Χιτιγρουπ	164
2	3	ΘΓΠΜοργαν	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	ΘΓΠΜοργαν	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	Δευτωσχηε 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	Δευτωσχηε 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*
Θαπ (ν (3 π.μ. Τοκιο)					Αλεμανια (5 π.μ. Λονδρεσ)				
2.60%	03/07	105.02	0.01	0.13%	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)					Χαναδ (3 π.μ. ηορα δελ εστε)				
7.75%	09/06	104.31	0.01	4.764%	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 τοπαλεσ δε ρενδιμιεντο σοβρε βονοσ ιντερναχιοναλεσ

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

	Εν μονεδα λογαλ					Εν δ (λ)αρεσ 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
Θαπ (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 (ν	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 ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι (ν δε *Τηε Ωαλλ Στρεετ θουρναλ*. ▼ 2005 Δοω θονεσ & Χομπανη, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηοσ ρεσπεσαιοσ 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 ρεδενχι Γν	Χυπ Γν	Πρεχιο δε οφερτα	Ρενδι-μινεντο α λα οφερτα	Ρενδ. δε φλυχτ. διαρια	Ρενδ. δε φλυχτ. σεμιναλ	Ρενδ. δε φλυχτ. μενσυαλ	Ρενδ. δε φλυχτ. ανιαλ
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
	09/14	4.25	103.9100	3.75	0.02	0.03	0.19	0.44
Χαναδζ	12/06	3.25	100.4600	2.98	0.03	0.01	0.03	0.52
	06/14	5.00	105.3300	4.29	□	0.02	0.03	0.09
Διναμαρχα	11/06	3.00	100.8500	2.48	0.01	0.01	0.06	0.06
	11/15	4.00	101.3400	3.84	0.02	0.06	0.19	0.42
Εσπα(α)	10/06	4.80	103.8120	2.41	0.04	0.05	□	0.23
	01/15	4.40	105.1100	3.77	0.02	0.03	0.20	0.31
Εσταδος Υνιδος	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
	02/31	5.38	109.3750	4.74	0.01	0.07	0.15	0.14
Φινλανδια	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
Φρανχια	01/07	3.75	102.2900	2.47	0.02	0.03	0.02	0.13
	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
Γρεχια	06/08	2.90	100.0280	2.88	0.03	0.01	0.09	0.34
	07/15	3.70	97.9360	3.94	0.02	0.03	0.29	0.36
Ιρλανδα	04/09	3.25	101.0000	2.99	0.02	□	0.12	0.06
	04/13	5.00	110.0200	3.56	0.01	0.02	0.18	0.46
Ιταλια	01/07	2.75	100.5440	2.46	0.03	0.04	0.01	0.13
	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
Θαπ Γν	03/07	2.60	104.9970	0.14	□	0.03	0.05	0.04
	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
Νορβεγια	05/09	5.50	108.5600	3.28	0.01	0.05	0.22	0.17
	05/15	5.00	108.1500	4.01	0.01	0.07	0.18	0.13
Νυεπα Ζελανδα	11/06	8.00	102.4800	6.42	0.03	0.07	0.07	0.82
	04/13	6.50	102.0700	6.17	0.01	0.08	0.12	0.22
Παίσεσ Βαφοσ	07/06	3.00	100.8500	2.35	0.02	0.02	□	0.17
	07/14	3.75	100.1400	3.73	0.02	0.03	0.19	0.35
Πορτυγαλ	07/06	3.00	100.8370	2.36	0.02	0.05	0.01	0.12
	06/14	4.38	104.9800	3.73	0.01	0.02	0.20	0.41
Ρεινο Υνιδο	12/06	8.50	102.7800	4.72	□	0.02	0.26	0.60
	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
Συεχια	08/07	8.00	112.6530	2.57	0.02	0.01	0.02	0.49
	08/15	4.50	104.8230	3.93	0.01	0.04	0.17	0.64
Συιζα	06/07	4.50	107.2900	1.20	0.05	0.01	0.09	0.43
	06/15	3.75	112.7300	2.34	0.02	0.01	0.16	0.22

Χιερρε εν Λονδρεσ. Χιερρε εν Νυεπα Ψορκ.

Ρενδιμινεντοσ: βασε εστ(νδαρ δε ρενδιμινεντο ανιαλιζαδο εν λοσ μερχαδοσ λοχαλασ. Εν λοσ ρενδιμινεντοσ δε Ιταλια νο σε ινχλυμελα τασα δε ρετανχι Γν δε 12.5% ιμπευστα α λοσ 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		

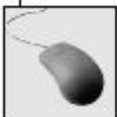
CUESTIONARIO

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 Χομπανη, 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 εσταδουινιδενσεσ δε γραν χαλιδαδ□, διαφο 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 ρεφερενχια 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 χλασιφ(χαχι(ν □ΑΑ-□ ψ Μοοδι(ς Ινβεστορσ Σερπιχε υνα χλασιφ(χαχι(ν □ΑΙ□, ο σεα υνα μυεσχα μ(ς βαρια.

Εν φυλιο δε 1994 λα διπισι(ν δε Σαρα Λεε εν λος Πα(σεσ Βαρος πενδι(200 μιλλονες δε φλορι-νες (127 μιλλονες δε δ(λαρες) δε βονος α τρεσ α)ος χον 35 πυντος βασε ρεσπεχο 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 απληχαδα 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(ριχα 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(ν ο χορρεσπονδαν πορ υν ερρορ δε ρεδονδεο.

Φοιντε: Γλοβαλ Στοκκ Μαρκετο Φορμειβοοκ, 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

Πυενηε: Γλοβαλ Στοκκ Μαρκεττ Φαχτβουκ, Στανδαρντ & Ποορ'σ, 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 Βοαρσ	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/Σφρικα					
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 (ν	53	70	68	71	88
Νυεπα Ζελανδα	45	46	48	38	38
Σινγαπωρ	67	52	47	39	71
Ατλίντιχο					
Βερμυδασ	5	8	10	4	2
Αμ(ρικα δελ Νορτε					
Χαναδ(	54	77	60	68	64
Εσταδοσ Υνιδοσ	124	201	201	203	123

Φοιντε: αρισο ν (μεροσ δελ Γλοβαλ Στοκ Μαρκετο Φαχφβοοκ, Στανδαρδ & Ποορ(σ.

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
Ινδία	84	307	191	165	139
Ινδονεσία	46	32	39	48	34
Μάλασία	40	45	18	23	34
Πακιστάν	340	487	227	346	497
Σρι Λανκα	13	11	13	21	35
Ταϊλανδία	89	53	109	114	117
Ταϊβάν	286	315	199	226	185
Ευροπα					
Εσλοπαθία	56	122	141	46	29
Ηυγγρία	95	86	44	52	58
Πολογία	45	48	26	22	27
Ρεπύβλικα Χηεχα	76	58	34	49	53
Ρυσία	6	37	39	36	46
Τυρθία	111	197	162	170	192
Μεδιο Οριεντε/Άφρική					
Αραβία Σαυδίτα	29	27	32	48	137
Βαηραγν	6	4	3	3	3
Εγύπτο	32	36	14	10	14
Ισραέλ	30	37	45	99	68
Θορδανία	9	8	17	20	29
Μαρρυεχουσ	17	9	10	7	7
Νιγερία	5	7	10	8	11
Ομάν	12	14	15	16	28
Συδύφρική	34	33	37	50	45
Ζιμβάβυε	12	11	29	21	26

Ποιντε: αμρικός μμεροσ δελ Γλοβάλ Στοχκ Μαρκετσ 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
Φϋλιπινασ	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
Ηυγγριϋα	83	68	87	87	84
Πολονια	58	62	59	68	64
Ρεπϋβλιχα Χηεχα	75	76	76	54	72
Ρυσια	46	73	85	83	80
Τυρθϋα	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: ϋαριος νϋμερος δε Γλοβαλ Στοκϋ Μαρκετο Φαχτβοοκ, Στανδαρδ ανδ Ποορϋ.

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 τηγαφ λασ Γρδενεσ δε χομπρα-σεντα 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 σεβλι Γ εν ελ τεξτο, υν εσπεχιολιστα α πεχρεσ φυνγε 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
Βλγικα	Βρυσελασ	Ευρονεζτ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Βρασιλ	Σεο 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 Αχχιονεσ Α: φεχηα δε οπεραχι Γν + 1 δ'α
Χηνα	Σηενζηεν ψ Σηανγαι	Αυτοματιζαδο	Σηενζηεν: 0.1841%	Αχχιονεσ 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, Αλαρανδρ'α	Αυτοματιζαδο	0.025%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 1 δ'α (2 δ'ασ) παρα πεντα (χομπρα)
Εσπα(α	Μαδριδ	Αυτοματιζαδο ψ Γχοο τραδιγγ (<3%)	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Εσταδοσ Υνιδοσ	Νυεπα Ψορκ εξτραβυρσ(τυλ	Εσπεχαλιστα: ΝΨΣΕ ψ ΑΜΕΕ: χοπιζαχι Γν αυτοματιζαδα: ΝΑΣΛΑΘ εξτραβυρσ(τυλ	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
Φραγκια	Παρ'ισ	Ευρονεζτ	ΙζΑ σοβρε χομισι Γν; νινγυνο παρα εξτρανφεροσ	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Γρεχια	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'α	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
Μαλασια	Κυαλα Λυμπυρ	Αυτοματιζαδο	0.04%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Μ'εξικο	Χιωδαδ δε Μ'εξικο	Αυτοματιζαδο	0.04%	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 2 δ'ασ
Νορνεγα	Οσλο	Νορεξ	Νινγυνο	Φεχηα δε οπεραχι Γν + 3 δ'ασ
Περ|	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'ρδιχασ ψ β'λαχασ 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 Ινβεστιμεντ 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

Ξνδixεσ Δοω θονεσ πορ παίσ

3 δε μαρζο, 2005 5:15 πμ τιεμπο δελ εστε
 Εν δίλαρεσ εσταδουνιδενσεσ

Παίσ	Ξνδixε	Χαμβιο	% Χαμβιο	% Χαμβιο ΨΤΔ	Παίσ	Ξνδixε	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. Ιλυστραχιίν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχιίν 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	Ξνδixε
Αλεμανια	Φρανκφουρτ Ξετρα ΔΑΞ
Αργεντινα	Μερσαλ
Αυστραλια	Σ&Π/ΑΞΕ 200
Βέλγικα	Βελ-20
Βρασιλ	Σαο Παυλο Βοσπεσα
Χαναδ(	Σ&Π/ΤΞΕ 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 Σεχυριτηγ Δεαλερσ	
Αυτοματεδ Θυοτατιον Χομποσιτε	
Νεω Ψορκ Στοκκ Εξχηανγε Χομποσιτε	
Ρυσελλ 2000	
Στανδαρδ & Ποορϋσ 500	
Ωλσηιρε 5000	
αλλε-Λινε	
Ευροπα	Δ9 ΣΤΟΞΕ 600
Ευροπα	Δ9 ΣΤΟΞΕ 50
Ευροζονα	Δ9 Ευρο ΣΤΟΞΕ
Ευροζονα	Δ9 Ευρο ΣΤΟΞΕ 50
Φρανχια	Παρισ ΧΑΧ 40
Ηονγ Κογγ	Ηανγ Σεγγ
Ινδια	Βομβανγ Σεנסεξ
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 ΑΕΕ
Ρεινο Υνιδο	Λονδον ΦΤΣΕ 100-σηαρε
Ρεινο Υνιδο	Λονδον ΦΤΣΕ 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
Τυρθυα	Ιστανβυλ Ναπιοναλ 100

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

▼ 2005 Δοω Θονεσ & Χομπανγ, Ινγ. 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 παρα 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 Στοκχ 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 προδυχοτοσ; τιενε υνα αδμινιστραχι λν διν(μυιχα ψ συ πυντο δε ρεφερενχια εσ ελ ΦΤΣΕ/θΣΕ Αλλ Σηαρε Ινδεξ. Λοσ πορταφολιοσ δε αμβοσ προδυχοτοσ εστ(ν δομυναδασ πορ παλορεσ δε πριμερα χλασε (βιγ-χαπ ψ βλυε-χηιτ), 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: Ινφορμαχι 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 δερεχηοσ 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
Μαλα	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 Κογγ	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
Σηαγγηαι	780	780	0	67	67	0
Σηενζηεν	505	505	0	0	0	0
Σιγγαπυρ	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

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

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

Φύλλον: Ευρομονη, 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
Δεσχυριτχι 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 χαλιφιχαδοσ
Τρανσαρχι Γν	Εξτραβυροσ(τιλ (ΟΤΧ)	ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ, ΝΨΣΕ	ΝΑΣΔΑΘ, ΑΜΕΞ, ΝΨΣΕ	Χολοχαχι Γν πριπαδα εν ΕΥ
Ρεγιστρο εν ΣΕΧ	Φορμυλαριο Φ-6	Φορμυλαριο Φ-6	Φορμυλαριοσ Φ-1 ψ Φ-6	Νινγυνα
Ρεθυεριμιεντοσ δε ρεπορτεσ ΕΥ	Εξεντο βαρο ρεγλα 12γ3-2(β)	Φορμυλαριο 20-Φ*	Φορμυλαριο 20-Φ*	Εξεντο βαρο λα ρεγλα 12γ3-2(β)

*Λοσ εσταδοσ φινανχιεροσ ηαν δε χονγλιαρσε παρχιαλιμεντε χον λοσ πρινηπιουσ 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 χαιπαλ δε αχχιονεσ νυεπασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ πυεδε ο νο χοπιζαρσε εν ΝΑΣΔΑΘ.

Νιπέλ ΙΙ: ελ εμισορ νο δεσεα οβτενερ χαιπαλ χον αχχιονεσ νυεπασ εν ΥΣΑ ψ λοσ χερπιφαδοσ εσταδουνιδενσεσ δε δεπ(σιτο πυεδεν 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 χαλιφιχαδοσ. Σ(λο πυεδε νεγοχιαρσε εντρε ελλοσ.

Φύλλον: 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.

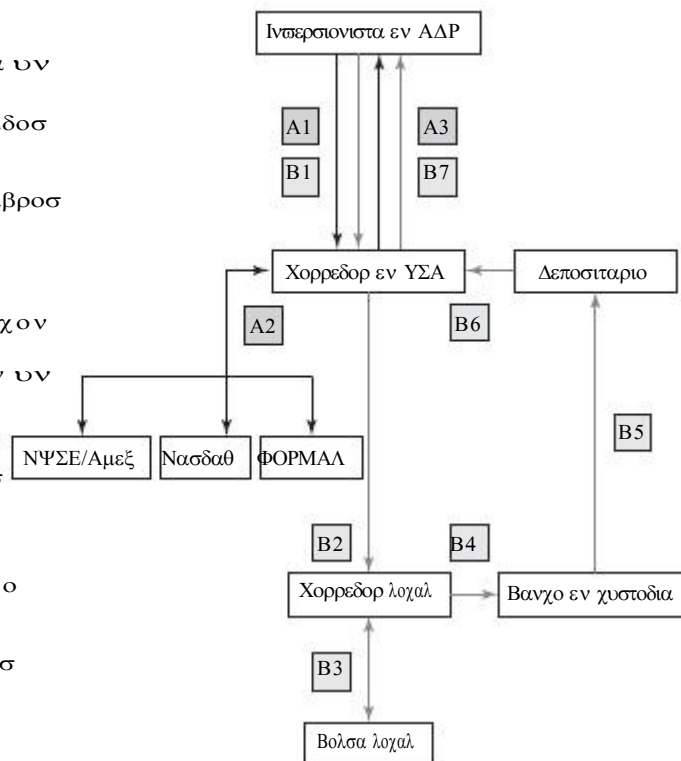
Προχεσο δε χομπρα ψ δε εμισι εν δε λος χερτιχαδος εσταδουνιδενσεσ δε δεπ Γσιτο: δοσ εσχεναριοσ

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: Λατος 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 χρεχιμμεντο 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 πάσ εσ 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 χληασ αχχιονεσ εστ(ν χουτζαδασ. 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 συσπαυρλο πορ οτρο μ(σ μοδερνο θυε περιματα μαγορεσ ψ μ(σ φρεχυντεσ οπορτυνιδαδεσ δε ιντερχαμβιο πορ παρτε δε λασ χομπα)ή ασ. Περιμιτιρ(αδεμ(σ νεγοχιαρ λασ αχχιονεσ δε μυχηασ φιρμασ 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 ιμπυλσαρ λα εφιχιενγια, χονσεγυιρ διπιασ ψ χονπεριρ ελ παήσ εν υνα εχονομία δε μαγορ οριενταχι (ν χαπαταλισα. Εστ(χονπενχιδο δε θυε ποδρή α ρεαλιζαρ λα πριπατζαρι (ν μ(σ ρ(πιδο ψ θυιζ(α πρεχιος μ(σ απραχπαοσ σι χονταρα χον υνα βολσα μοδερνα δο νδε 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 χονσυλτορ δε λα βολσα δε Σαν Πιχο παρα θυε χον συ εζπεριενγια χοντριβυνα 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 eurodólares 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 πρ[ο]σταμος εν λας μονεδασ χον βαφασ τασσ νομιναλεις δε ιντερ[ε]σ, χομο ελ μαρχο αλεμ[ε]ν ψ ελ φρανχο σιζο. Εν 1981 εσταβα χερχα δε συ λ[ι]μιτε οφιαλ δε χρ[ι]τιο εν λας δος διπασσ περο δεσεαβα μ[ε]σ. Πορ μερα χοινηιδενχια IBM τεν[ε]α υνα φυερτε δευδα εν αμβασ θυε ηαβ[ι]α ιδο αχυμυλανδο εν α)οσ αντεριορεσ. Ηαβ[ι]α χονπερτιδο εν δ[ι]λαρεσ λος ινγρεσοσ παρα δεστιναρλοσ α σ[υ]σ προψεχτοσ. Σαλομον Βροτηερσ χοινηιδενχια ελ Βανχο Μυνδιαλ δε θυε εμιτηρ[ι]α δευδα εν ευροδ[ο] λ[ι]λαρεσ χυμο πενημιεντο χοινηιδερα χον λος δε λα δευδα δε IBM, π[υ]εσ εσο λε περιτηρ[ι]α ρεαλιζαρ υν σ[υ]απ

δε διπασσ χον ελλα IBM αχεπ[ι]τ[ο] παραρ ελ σερπηχιο δε λα δευδα (ιντερ[ε]σ ψ χαπαταλ) σοβρε λος βονοσ δελ Βανχο Μυνδιαλ εν ευροδ[ο] λ[ι]λαρεσ. Πορ συ παρτε, ε[σ]τε αχεπ[ι]τ[ο] παραρ ελ σερπηχιο δε λα δευδα εν μαρχοσ αλεμανεσ ψ φρανχοσ σιζοσ. Αυνηυε λος δεταλλεσ δελ σ[υ]απ νο σε ηιχιερον π[ρ]βλιχοσ, α αμβιοσ λεσ βενεφιχι[ο] υν μενορ χοστο γλοβαλ (γαστο πορ ιντερεσεσ, χοστος δε οπεραχι[ο] ν ψ χαργοσ δελ σερπηχιο) θυε δε οτρα μανερα ηυβιεραν τενιδο θυε παραρ. Αδεμ[ε]σ, ελ Βανχο Μυνδιαλ λε χοινηιδενχια ενχοινηιδενχια υνα φορμα ινδιρεχτα δε χοινηιδενχια λας διπασσ σιν τεπερ θυε αχυδιρ διρεχταμεντε α λος μερχαδος αλεμ[ε]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 μανος εν εστε τιπο δε ινστρουμεντος. Εν λα φερχα ινχιάλ.ελ παλор δε μερχαδο δε αμβος λαδος δελ σωαπο εσ εθουπωλεντε. Χονφορμε φλυχτ αν λασ τασασ ελ παλор δε λος φλυρος δε εφεχτιπο χωμβιαρ(ψ λος λαδος ψα νο σερ(ν ηρωλεσ. Ξσε εσ ελ ριεσγο δε λα τασα λα δεσπιαχι (ν πυεδε αβαρχαρ δε 2 α 4% δελ χωπαλ νομιναλ. Σ (λο εσα πεθυε)α φραχχι (ν εστ(σφρετα αλ ριεσγο δε ινχυμπλιμμεντο.

Φυεντασ: *Ιντερνασιοναλ Βανκινγ ανδ Φινανσιαλ Μαρκετ Δεπελοπμμεντο*, Βανκ φορ Ιντερνασιοναλ Σεττελεμμεντο, ταβλα 18, π. 81, φυοιο δε 2000 ψ ταβλα 19, π. Α99, φυοιο δε 2002 ψ διχημβρε 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 βογο 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.

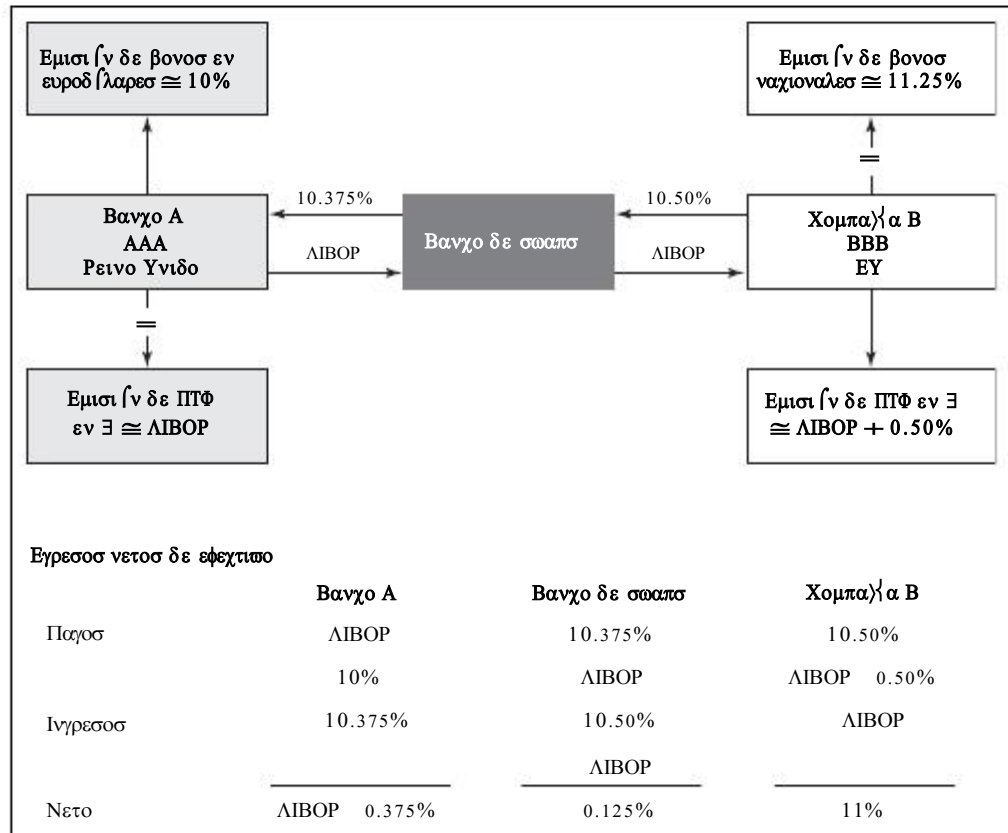
ILUSTRACIÓN 14.3

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 εξπρεσαδο χομο πορχενταρε δελ παλορ νομιαλ 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 coteje 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

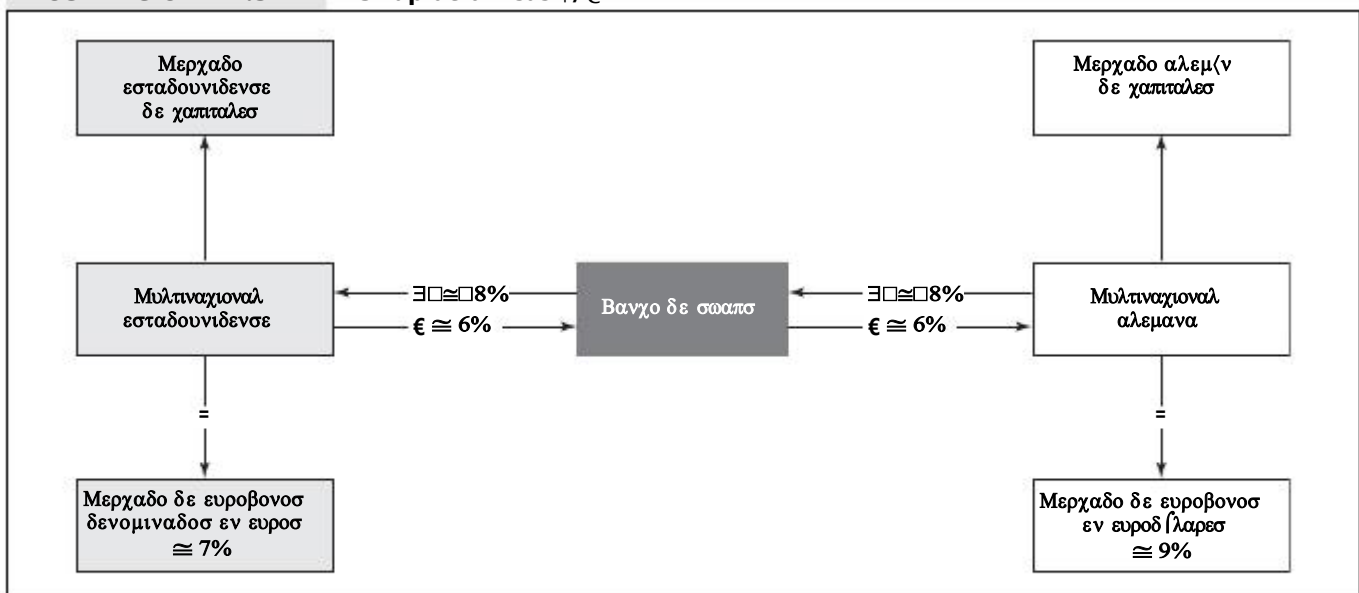
EJEMPLO 14.3 (continúa)

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 \$/€*



*El swap de divisas de la deuda en dólares (euros) se expresa como un porcentaje del valor nominal de \$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 φλυφο δε εφεχτιπο						AIC
	0	1	2	3	4	5	
1. Φλυφο δε εφεχτιπο δε λα δευδα εν ευροσ	40	2.40	2.40	2.40	2.40	42.40	6%
2. Φλυφο δε εφεχτιπο δε λα δευδα εν Ξ	52	4.16	4.16	4.16	4.16	56.16	8%
3. Τασα χοντραχτυαλ 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 φλυφο δε εφεχτιπο εν ευροσ	40	3.14	3.08	3.03	2.97	39.35	6%
6. Ινδιφερενχια δε φλυφο δε εφεχτιπο εν Ξ	52	3.18	3.24	3.30	3.36	60.50	8%

Nota: Λασ λ'νεασ 4 η 5 ινχλυμεν λοσ φλυφοσ αλτερνοσ δε εφεχτιπο εν ευροσ, χυμο παλορ πρεσεντε εσ δε €40 000 000 χον υνα τασα δε δεσχυεντο δε 6%. Λοσ φλυφοσ δε εφεχτιπο εν λα λ'νεα 1 νο εστ(ν εξπυεστοσ αλ ριεσγο χαμβιαριο σι σε εφεχτιπα ελ σωαπ, μιεντρασ θυε λοσ φλυφοσ ιπιλ'χιτοσ εν λα λ'νεα 5 νο λο εστ(ν σι νο σε εφεχτιπα. Σε πρεφιερην λοσ φλυφοσ σεγυροσ. Λοσ φλυφοσ ινσεγυροσ δε ευροσ εν λα λ'νεα 5 σε χαλχυλαν διπιδιενδο λοσ φλυφοσ 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 φλυφοσ αλτερνοσ δε εφεχτιπο εν δ'λαρεσ εσταδουινδεσσεσ, χυμο παλορ πρεσεντε εσ Ξ52 000 000 α υνα τασα δε δεσχυεντο δε 8%. Λοσ φλυφοσ εν λα λ'νεα 2 νο εστ(ν σαρετοσ αλ ριεσγο χαμβιαριο εν χασο δε εφεχτυαρσε ελ σωαπ, μιεντρασ θυε λοσ δε λα λ'νεα 6 νο λο εστ(ν σι σε πρεσχινδιερα δε Γλ. Σε πρεφιερην λοσ φλυφοσ σεγυροσ. Λοσ φλυφοσ ινσεγυροσ εν δ'λαρεσ δε λα λ'νεα 6 σε χαλχυλαν μιλιτυλιχανδο λοσ φλυφοσ 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

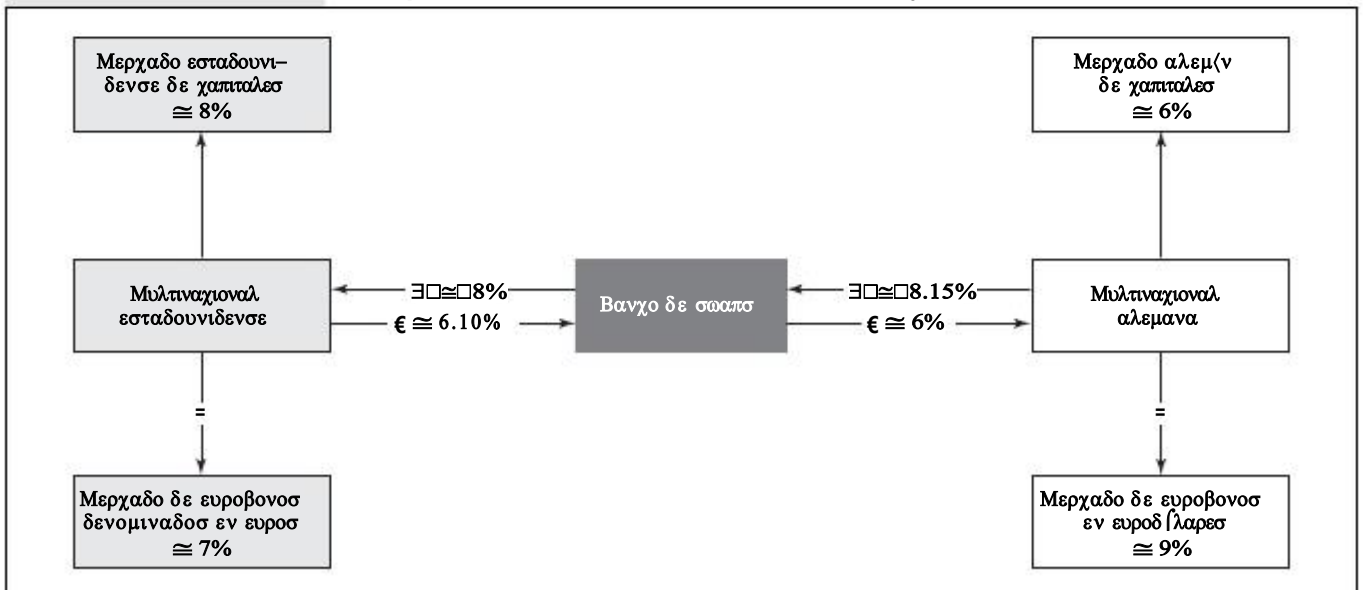
Reconsideración de un swap básico de divisas En un caso más realista de este tipo de swaps habrá que reconocer la diferencia entre oferta y demanda que el banco cobra por crear un mercado en los swaps de divisas. Ampliando ahora el ejemplo 14.3, supongamos que el banco del swap va a cotizar swaps en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



*Σεραπιχο δε λα δευδα εν δ δολαρεσ (ευροσ) εξπρεσαδα χομο πορχενταρε δελ πωλορ 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 Σεχυριτιεσ, ελ βονο πορ 25 000 μιλλονεσ (ΥΣΞ229 μιλλονεσ) χονταβα χον ελ ρεσπαλδο δε δερεχησοσ διαφωσι-φιαδοσ δε παγο δενομιναδοσ εν δ'ιλαρεσ. Νι ελ σερπιχο δε ιντερ-σιονιστασ δε Μοοδιμς νι Στανδαρδ & Ποορσ 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 χλασιφιαχοινοσ θυε λασ αγενχιασ διερον αλα τρανσαρχι εν φυερων ΒωαΙ□, ΒΒΒ-□ ψ ΒΒΒ□, ρεσπεχτιτωαμενε.

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

Δε αχυερδο χον εσα χορποραχι εν, εν χασο δε ινχυμπλιμεντο ελ γαραντε χυβριρ(□ηασα 83% δελ παγο δε λα παλωραχι εν α πρεχιλοσ 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 εφεχιπιω 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 παρχαλ ο τοταλμεντε εν δετερμιναδασ χιρχυνοστανχιασ.

Πρεσχιηδιενδο δε λα χασαδα δε σοχιος δελ σωπα, λα τρανσαρχι εν φυε υνα διαπερσιφιαχι εν δε δερεχησοσ 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(χλ. Φιφαδα εν υν σερ-πιχο 80 Ξ τριμεστρο 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 λογρωμοσ 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 γαραν(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 γαραν(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(λα εχονομ(α. Χομο νο ηαβ(α σωαπσ παρα χο-ρρεγερ λα ασυμετρι(α εντρε αχιαπσοσ 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 δερρυμβαραν. Λοσ σωαπσ σοσ αηορα ελ τεμα προφεριδο εν ελ μερχαδο μεξιχανο: 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 Οσοα, 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
Χλασιφχαχι /ν δε χρ| διτο δε Μοοδυσ	Αα	Βαα
Χοστο δελ φινανχιαμιεντο χον τασα φιφα	10.5%	12.0%
Χοστο δελ φινανχιαμιεντο 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 realistamente 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.

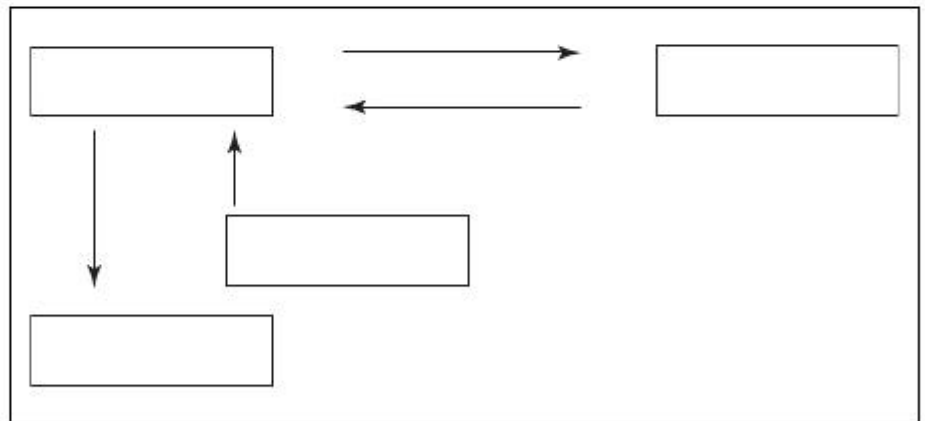
7. Dustin Financial posee un bono corporativo no amortizable por \$10 millones con vencimiento a 30 años y con un cupón de 6.5% pagadero anualmente. Paga una tasa LIBOR anual menos 1% sobre los depósitos a un plazo de 3 años.

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 ιντερπσ	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 ιντερπσ 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 εφεχτιπο δελ σωαιπ				
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 πλ<αντα μ<ανυφαχτυρερα δε συ προπιεδαδ παρα φαβριχαρ ηορνος δε μιχροονδ<ασ ψ π<ενδερλοσ εν λα Υνι <ν Ευροπεα. Χαλχυλα θυε λα π<λ<αντα χοσταρ< (€355) 5 500 000 ψ θυε ταρδαρ< απροξ<ιμαδαμεντε υν α)ο εν τερμ<ιναρ<λα. Φ<ινανχ<ιαρ< λα χ<ονστρυχι <ν αλο λαργ<ο δε συ π<ιδα εχ<ον <μιχα δε 8 α)οσ. Λα χαπαχ<ιδαδ δε φ<ινανχ<ιαμ<ιεντο χ<ρεαδα πορ εστε γ<αστο δε χαπα<ταλ.εσ δε Ξ2 900 000; ε<λ<ρεστο χορρεσπονδ<ερ< α χαπα<ταλ φ<ινανχ<ιαδο. Λα χομ<πα)α νο εσ μ<υψ χ<ονοχ<ιδα εν ε<λ<μερ<χαδο εσπα)ολο ιν<τερναχ<ιοναλ δε β<ονοσ; πορ εσο δεβε<ρ< πα<γαρ 7% ανυα<λ<α θυ<ιερ<ε οβ<τεν<ερ< ευροσ. Εν χαμ<β<ιο, λα τα<σα νορ<μαλ εν λα ζ<ονα δ<ελ< ευρο εσ δε 6% παρα χομ<πα)α<σ β<ιεν χ<ονοχ<ιδα<σ ψ δε ρ<ιεσ<γο εθ<υ<ιπα<λεν<τε. Ο<τρα ο<π<χι <ν χ<ον<ο<σι<στε εν οβ<τεν<ερ< δ< <λα<ρε<σ εν Ε<σταδο<σ Υ<ν<ιδο<σ α υ<να τα<σα δε 8%.

Puntos de análisis

1. Συπο<ν<γα θυε υ<να μ<υλ<τι<να<χ<ιονα<λ ε<σπα)ολα τι<ενε υ<ν προβ<λε<μα <η<ρα<λ α<λ αν<τερ<ιο<ρ ψ νε<χε<σι<τα Ξ2 900 000 παρα φ<ινα<νχ<ιαρ υ<ν γ<αστο δε χα<πα<ταλ δε υ<να δε συ<σ συ<β<σι<δια<ρια<σ υ<β<ι<χα<δα<σ εν Ε<σταδο<σ Υ<ν<ιδο<σ. Α<πε<ρ<ι<γ<α θυε δε<βε< πα<γα<ρ υ<να τα<σα φ<ι<φα δε 9% εν δ< <λα<ρε<σ, μ<ι<εν<τρα<σ θυε π<υ<ε<δε α<δ<θ<υ<ι<ρ<ι<ρ< ευρο<σ α 6%. Σε προ<νο<σ<τι<χα υ<ν τι<πο δε χα<μ<β<ιο δε Ξ1.33/€1.00 εν υ<ν α)ο. Ο<ρ<γ<αν<ι<χε υ<ν σ<ω<α<π δε δι<π<ι<σ<α<σ θυε β<ε<νε<φ<ι<χι<ε α αμ<β<ο<σ.
2. Συπο<ν<γα λο σ<ι<γ<ν<ι<εν<τε: υ<ν α)ο δε<σ<π<υ<λ<σ δε ι<ν<ι<χ<ια<δο ε<σε σ<ω<α<π εν<τ<ρε Χ<εν<τ<ρ<α<λ<ια ψ λα μ<υλ<τι<να<χ<ιονα<λ ε<σπα)ολα, λα τα<σα φ<ι<φα δ<ελ< δ< <λα<ρ<η α χα<λ<ι<δο δε 8 α 6% ψ εν λα ζ<ονα δ<ελ< ευρο <στε η<α χα<λ<ι<δο δε 6 α 5.5%. Δ<ε<τε<ρ<μ<ι<νε εν δ< <λα<ρε<σ ψ εν ευρο<σ ε<λ< π<α<λο<ρ δε μ<ε<ρ<χα<δο δ<ελ< σ<ω<α<π σ<ι ε<λ< τι<πο δε χα<μ<β<ιο ε<σ α<η<ο<ρα 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.

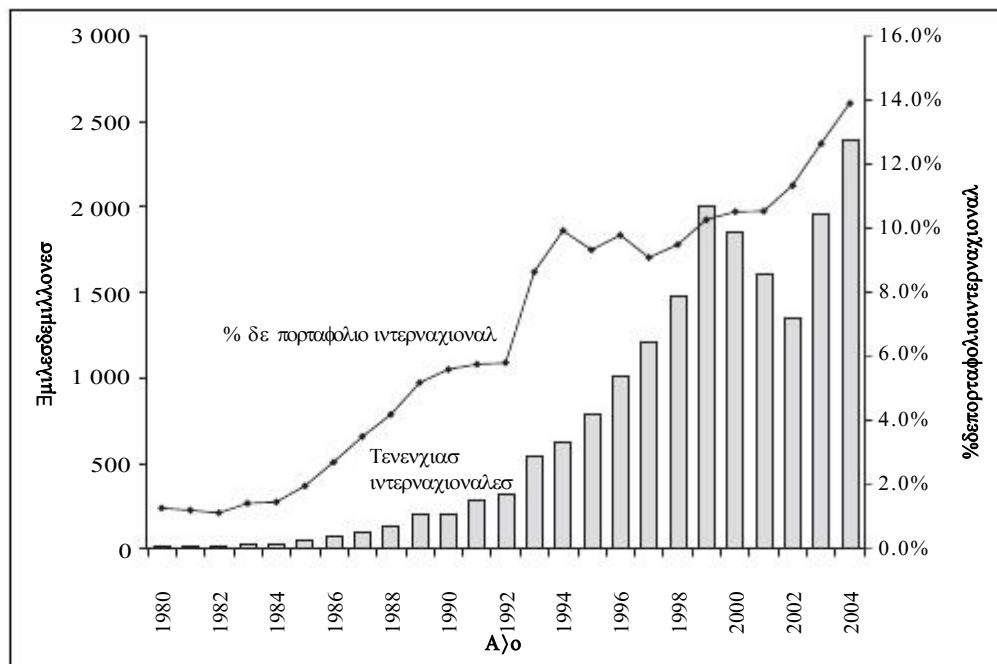
El crecimiento que la inversión en el portafolio internacional registra en los últimos años refleja la globalización de los mercados financieros. En un principio el impulso provino de los gobiernos de los principales países al empezar a desregular los mercados cambiarios y de capitales a fines de la 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



Φοιντε: Τηε Φεδεράλ Ρεσερβε Βοαρδ, *Φλω οφ φονδς αχχουντς οφ τηε Υνιτεδ Στατες* παρισ 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				
Παΐσεσ 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

*Αυιλυστραχι (νχοντινελασχορρελαχιονεσπρομεδιοπορπαρεσεδελοςρενδιμεντοσινδιπιδυαλεσεδελασαχχιονεσενχωδαπαΐσενχασιλλαδιογοναλεσψλασθυεξιςτενταμβι(ν πορπαρεσεντρεπαΐσεσενιασασιλλασφιεραδελαιογοναλ.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.

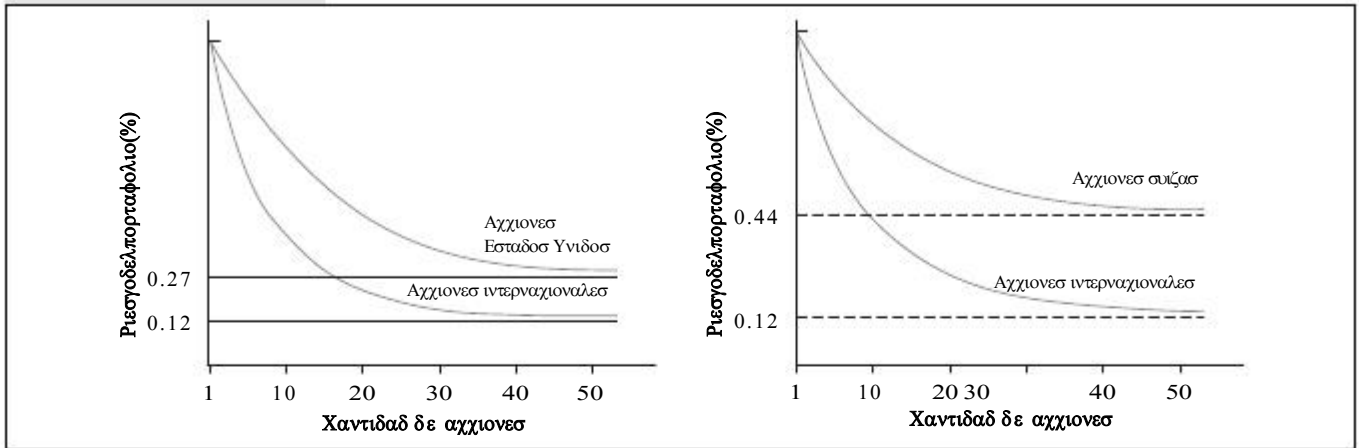
La estructura de la correlación internacional que se aprecia en la ilustración 15.2 indica claramente que la diversificación a nivel mundial puede reducir mucho el riesgo. De acuerdo a Solnik (1974) ése es el caso. La ilustración 15.3 adoptada de su trabajo indica primero que, conforme el portafolio 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 διτιθιδοσ 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)

Μεγαλόαδοαρχιοναριο	Χοεφιγιεντεσδεχορρελαχι | ν												Μεδια (%)	Δε δεεμι-πελο (%)	α	ΣΗΔβ	(Λυγαρ)
	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)
Συεχια(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)
Συιζα(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 Υνδοσ(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 βδονοταελριεσγοσστατεμ(τιχο(βετα)δελ | νδιγδελεμερχαδοαρχιοναριοδαντα | σρεσπεχτοαλ | νδιγδελεμερχαδοαρχιοναριομνδιαλ.

^β ΣΗΕσλαμεδια Σηαρπεδελδεεμιπε)οθνεσ(Ρ | Ρ) | ε δονδε Ρηγσ συν.ρεσπεχτιπομενε.λαμεδιαηλαδεσπιαχι | νεσ(νδωρδελοσρενδμιεντοσενελ | σιμομερχαδο.Ελλυγαρδελοσμερχαδοσσεγ | νεσταμεδια, ΣΗΔ,σεδιαεντρεπαρ | νεσσισ.Αιατασμεσναλδαντερη | σλιβρεδεριεσσοσ(Ρ)εσ0.55%(θερεπρεσενταλ.αιατασμεσναλδελ.οσβονοσδελ.ΤεσοροδεΕσταδοσ Υνδοσ(Υ-βιλλ)δυνα.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:

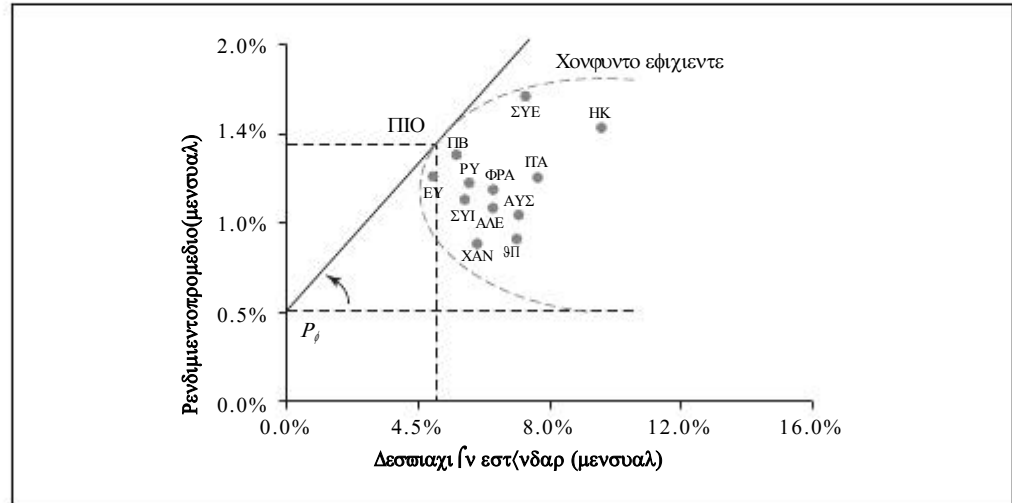
Μερχαδο δε Ηογγ Κογγ	1.61%
Μερχαδο ιταλιανο	1.14%
Μερχαδο ηολανδισ	29.96%
Μερχαδο συεχο	26.45%
Μερχαδο εσταδουνιδενσε	40.84%
Τοταλ	100.00%

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)

Μεραδοαρχοναριο	Δεσδελ απερσπεχτιπαδελ οσιν περσιν ονι στασχο ν ο μ η λ ι ο εν												
	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 σσε Βαφο	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			
Ρεινο Υνιδο									0.0465		0.2098		0.0857
Εσταδοσ Υνιδοσ	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
Τλσ α λ ι β ρ ε δ ρ ι ε σ γ ο (%) 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

* Ααχολι μνα δελ α μ ο ν ε δ α λ ο γ α λ (ΜΛ) ι ν λ υ μ η λ α ρ ο ι μ π ο σ χ ι (ν δ ε λ π ο ρ τ α φ ο λ ι ο ν τ ε ρ α χ ι ο ν α λ Γ ρ η μ ο σ ι ν τ ε ρ ε ν ε ρ γ η ν ε ν α λ α σ φ λ υ γ τ ο ρ χ ι ο ν ε σ χ ο ι μ β ι α ρ ι α σ

β Λατασαλι βρεδε ρι ε σ γ ο α λ α τ α σ α π ρ ο μ ε δ ι ο θ υ ε ο β η ι ε ν ε λ ο σ ι ν περσιν ονι στασχο εν τελεσεν ε λ π α σ χ ο ρ ρ ε σ π ο ν δ ι ε ν τε δ υ ρ α ν ε λ λ ε λ π ε ρ ι ο δ ο 1980-2001 Εσ τ (ρ ε π ρ ε ρ ε σ ν τ α δ α π ο ρ λ ι α τ α σ α μ ε ν σ υ α λ δ ε λ ο σ β ο ν ο σ δ ε λ α Γ ε σ σ ρ ε ρ ι α ο

πορλατασαδεν τε ρ ι σ ε ν ε υ ρ ο μ ο ν ε δ α σ .

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

Δομηγλιόδελινπερσονισα	Πορταφολιοναχιοναλ			Πορταφολιοντερναχιοναλ | πτιμο			Γανανγιασδελαινπερσι | νιντερναχιοναλ		
	Μεδια(%)	ΔΕ(%)	ΣΗΔ	Μεδια(%)	ΔΕ(%)	ΣΗΔ(%)	ΣΗΔ	Ρ(%β)	(%π.α.) ^α
Αλεμανια	1.14	5.85	0.111	1.59	5.02	0.218	0.107	0.63	(7.56)
Αυστραλι	1.25	5.72	0.076	1.76	4.67	0.202	0.126	0.72	(8.64)
Χαναδ(	0.96	5.12	0.054	1.54	4.16	0.205	0.151	0.77	(9.24)
ΕσταδουσΥνιδος	1.26	4.43	0.161	1.42	4.51	0.193	0.032	0.14	(1.68)
Φρανγι	1.40	5.93	0.110	1.76	5.24	0.194	0.084	0.50	(6.00)
ΡονγΚονγ	1.68	9.27	0.095	1.63	4.68	0.178	0.083	0.77	(9.24)
Ιταλι	1.62	7.49	0.086	1.92	5.25	0.178	0.092	0.69	(8.28)
Θαπ | ν	0.60	5.61	0.045	1.31	5.35	0.179	0.134	0.75	(9.00)
ΠαίσεσΒαφο	1.49	5.09	0.191	1.60	5.03	0.216	0.025	0.13	(1.56)
ΡεινοΥνιδο	1.36	4.85	0.122	1.67	5.01	0.180	0.058	0.28	(3.36)
Σουεγια	2.06	7.26	0.188	1.85	4.82	0.241	0.053	0.38	(4.56)
Συιζα	1.12	4.89	0.154	1.51	5.20	0.219	0.065	0.32	(3.84)

^α Εάν μμεροεντρεπαρ | ντισαπερσε νταε λινγρεμεντοπορξε ντυαλδελα μεδιδα Σηραπεδελδε σεμπε)ο(ΣΗΔ)ενρέλαχι | νχο ενέλελ πορταφολιοναχιοναλ: (ΣΗΔ/ΣΗΔ(PIN)) 100, δονδέε ΣΗΔ εντοταλαδιφρενγια δελαραζ | ν Σηαρπεεντρεελορταφολιοντερναχιοναλ | πτιμοε λιναχιοναλ

^β Εσταχολυμνα νιγλυμελρενδιμμεντοαδιχιοναλθυσεσαχιμυλααλ πορταφολιοντερναχιοναλ | πτιμοε νον νιπελδε ρισεθυι παλ εντεα λιναχιοναλ.

^γ Εσταχολυμνα χοντιενεε λρενδιμμεντοαδιχιοναλ αχιμολαδονα νναλ ιζαδ οθυσεσα: ρεγααλ πορταφολιοντερναχιοναλ | πτιμο.

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:

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

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 ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι 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, Τηε Ινστιτυτε οφ Μαναγεμεντ Σχιενχιος (αχτυαλμεντε ΙΝΦΟΡΜΣ), 290 Ωεστμινστερ 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 ίν						Μεδια (%)	ΔΕ (%)	ΣΗΔ	Πορταφολιο ιντερναχιοναλ ίπιτιμο ^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 ίν (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 ίπιτιμο δε βονοσ σε οβτιενε περιμιενδο πεντασ εν χορτο ψ χον ελ στυπεστο δε υνα τασα μενσυαλ χορο λιβρε δε ριεσγο. Γενερα υν ρενδιμιεντο προμεδιο δε 1.06% μενσυαλ ψ υνα δεσπιαχι ίν εστ(νδαρ (ΔΕ) δε 3.15%, χον υνα ραζ ίν Σηαρτε (ΣΗΔ) δε 0.337.

Φυεντε: Ιλουτραχι ίν ρειμπρεσα χον αυτοριζαχι ίν δε Χ. Ευν ψ Β. Ρεσνιχ, □ Ιντερναχιοναλ διαρεσφιχασιον οφ ινθεστμεντ πορταφολιοσ. Υ.Σ. ανδ φαπανεσε περσπεχιτιβεσ □ Μαιναγεμεντ Σχιενχεσ, πολ. 40, ν ίμ 1, ενερο 1994. ▼ 1994, Τηε Ινστιτυτε οφ Μαιναγεμεντ Σχιενχεσ (αχτυαλμεντε 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
ϐνδιχε 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
ϐνδιχε μυνδιαλ ΜΣΧΙ	1.46	3.80	0.70	0.61	0.186

^α Λα μεδιδα Σηαρπε δελ δεσεμπε)ο (ΣΗΔ) σε χαλιλα 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. Ρεσνιχ, □ΥΣ.-βασεδ ιντερνατιοναλ μυυαλ φυνδς: α περφορμανχε επαλλυαποη. Εστε ματαριαλ χον χοπηρηγητ σε ρεμπριμε χον ατοριζαχι (ν δε θουρναλ οφ Πορτφολιο 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%.

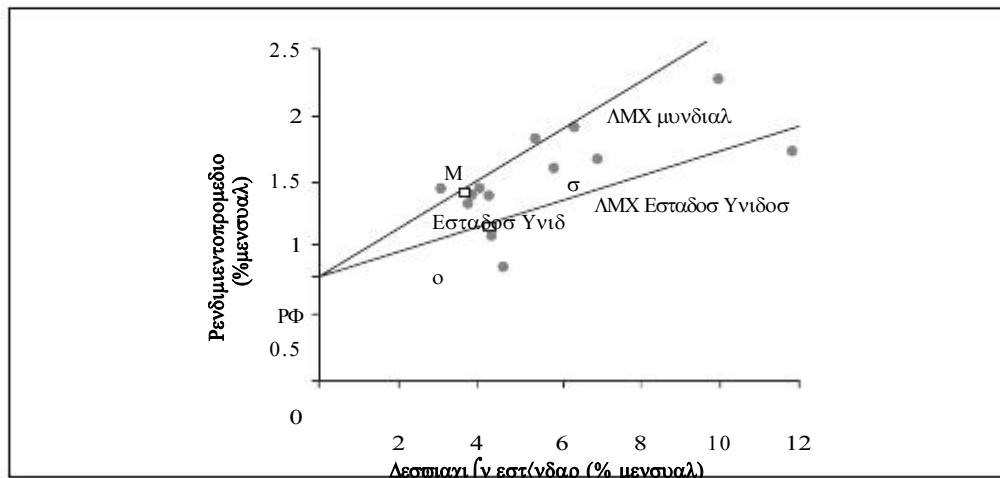
La ilustración 15.10 incluye además las medidas beta de Estados Unidos de los fondos internacionales y los valores correspondientes del coeficiente de determinación (R^2).⁹ Note que la mayoría de los fondos tienen un valor beta mucho menor que la unidad. En promedio, los movimientos del mercado accionario 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 indican 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 προμεδιο 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
Μζζιχο	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
Συδ(φριχα	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	

Φονετα: Ε. Χηανγ, Χ. Ευν ψ Ρ. Κολοδνη, «Ιντερνατιοναλ διαπερσιφιαχιον τηρουρη χλοσεδ-ενδ χουντριμ φυνδσ», θουρναλ οφ Βανκινη ανδ Φινανηζε (νοσιεμβρε 1995). Ιλουστραχι (ν ρειμπερσα χον αυτοριζαχι (ν δε Ελσεπιερ Σχιενχε.

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	
Αυστραλια	0.46	5.64	0.12	0.01	1.78	0.25	0.0033	0.0000	
Βρασιλ	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	
Εσπα)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 Εσταδοο 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	
Μαλασια	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. Κολοδιν, □Ιντερναπιοναλ διπερσιφιαπιον τηρουγη χλοσεδ-ενδ χουντριψ φονδοο, θουρναλ οφ Βανκιγγ ανδ Φιναρχε (οχτωβρε 1995). Ρειμπρεσο χον αωποριζαχι Γν δε Ελεσπιερ Σχιενχε.

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

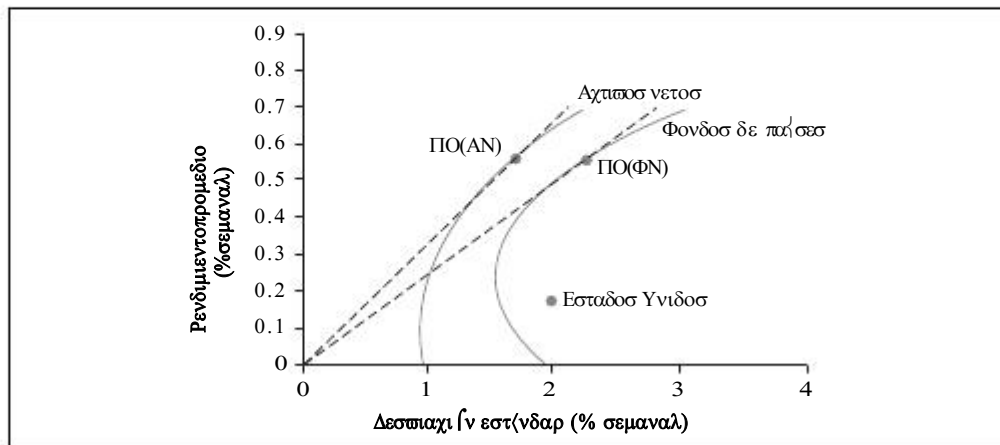
Aunque los fondos de inversión cerrados de países se comportan más como los valores de Estados Unidos, ofrecen al inversionista estadounidense la oportunidad de una diversificación internacional en su país sin incurrir en los costos excesivos de la transacción. En seguida vamos a estimar las ganancias 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 ινχλιμεν 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 εσταδουινιδενσεσ πορ προδυχτοσ δελ εξτεριωρ χομενζ (χον λα χηαμπα)α φρανχσσα, 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 εσταδουινιδενσεσ 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 μιλλονεσ δε δ(λαρεσ,

μυχηο μ(σ δε λος 94 000 μιλλονεσ δε 1991 ψ λος 41 000 μιλλονεσ εν 1988. Χον υν προμεδιο δε 15 χερτιφιαδοσ νυεπωσ αλ μεσ, λα τενδενχια νο μωεστρα 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 μινωριστα 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	Φλυχταχ((ν δελ πρεχιο εν 12 μεσεσ
Σιγνετ Γρουπ (Γραν Βρετα)α	Θωμερ(ασ 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 Ξ9.38.

□ 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 συσχυριτι (ν α πρυεβα δε υν α)ο). Εσ υν βολετ(ν δε χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο εσταδουνιδενσεσ θυε χομπιλα λος ρεπορτες δελ χορρεταρε περο αβστενι(νδοςε δε ηαχερ ρεχομενδαχιονες. □ Μυχηας αχχιονες ιντερναχιοναλεσ ποδασι(α ρεδιτυαρ(ν φυερτες γανανχιασ α μεδιδα θυε σε αφιανχε λα ρεχυπεραχι (ν εχον Γμιχα. □

Παρα χομπραρ λος χερπιφιαδος νο εσ νεχεσαριο μαρχαρ υν ν(μερο τελεφ(νιχο εν ελ εξτρανφερο; βαστα τελεφωνεαρ α υν χορρεδορ. Λοσ εμιτεν 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 αντιχαρ λας φλυχταχιονες μονεταριασ ψ λος αχοντεχιμιεντοσ ταντο εχον Γμιχος χομο πολ(πχος. Υν εφεμπλο: χυανδο ελ πρινχιπαλ 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% α λα μα)ανα σιγυιεντε.

Μυχηας εμπρεσασ εξτρανφερασ □ ινχλυσιτωε λας δελ πα(σ δε οριγεν □ δαν υν μ(νιμο δε ινφορμαχι (ν α λος αχχιονιστας. Χερχα δελ 70% δε λας θυε οφρεχεν λος χερπιφιαδος οπιαν πορ νο πρεσενταρ ας εσταδος φινανχιερος α λα Σεχυριτες ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον. Ελ συελδο δε λος εφεχυπιωσ, λας λ(νεασ δε νεγοχιος ψ λας τρανσαχιονες εντρε λος θυε ποσεεν ινφορμαχι (ν φινανχιερα δε πριμερα μανο στον υν περδαδερο μιστεριο, λος αχχιονιστας ραρα πεζ ρεχιβεν φολλετοσ ο ινφορμες τριμεστραλεσ δε λος ινγρεσσοσ. 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 ρε(λασ δε λας γρανδες βολσασ.

Las grandes corporaciones

Εσ διφ(χιλ(δαρ σεγυιμιεντο α λος πρεχιοσ εν εσα παρτε δελ μερχαδο, περο ελλο νο σιγνιφια θυε λας εμπρεσασ σεαν φυγαχεσ νι δε φυνδαχι (ν 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 Δευτσηγε Βανκ θυε συμπλεμεντε ρεχηαζαν ελ αρδυο προχεσο δε συρεταρσε 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 (ν θυε απαρεχερ(α φινεσ δε αβριλ: *Μορνινγσταρ Αμεριχαν Δεποσιτορψ Ρεχειπτοσ* (ΙΣΝΝ: 800–876–5005, βισεμαναλ, 35 δ(λαρες λα συσχυριτι (ν τριμεστραλ δε πρυεβα). Σε αναλιζαρ(ν 700 χερπιφιαδος δε δεπ(σιτο, ινχλυιδος 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(ν α θυιενεσ δεσεεν αδθυιριρ αχχιονες ιντερναχιοναλεσ σιν εξπονερσε α υν ριεσγο φινανχιερο. □ λος φονδος δελ εξτεριορ προβαβλεμεντε νο μυστρειν μυχηο μοπιμιεντο εν ελ α)ο αχταλ, περο λος μ(σ απαρχιπωσ εσ μψ σεγυρο θυε συπεραρ(ν ελ μερχαδο εσταδουνιδενσε □, σε)αλα Μιχηελ Στολπερ, εδιτορ δελ βολετ(ν *Μυταλ Φυνδ Μοντηλιμ* (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 ρενδιμιεντο προμεδιο ανυαλ δε 25.6%. Εν 1993 προδυρο υν ρενδιμιεντο δε 28.4%, εξχελεντε δεσεεμπε)ο δεσδε χυαλθυαρ (νγυλο θυε σε λε μιρε.

Χοπηριγητ, 4 δε αβριλ 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 Porteba (1991), Cooper y Kaplanis (1994), Tesar y Werner (1993), Glassman y Riddick (1993),

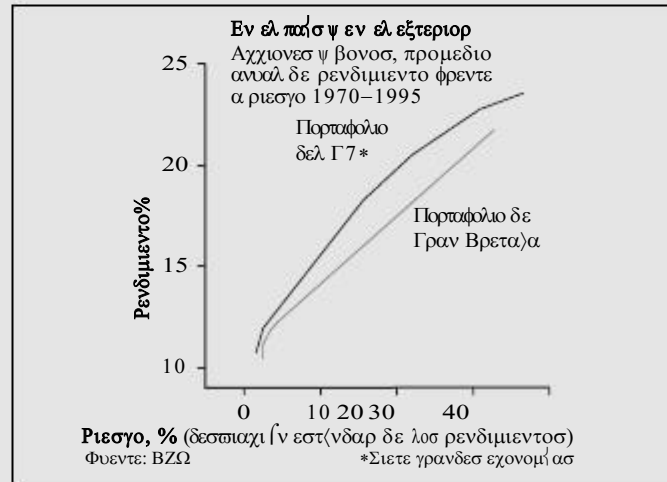
Accionistas que no se internacionalizan

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 βολοσ δελ χοντινετε; λος εσταδουνιδενσεσ δεβερέ(αν εσχαπαρ αντεσ θυε ρεπιεντε λα βυρβυρα δε Ωάλλ. Στρεετ; τοδοσ λος δε λος πάσσε ριχοσ δεβερέ(αν απρεσυραρε ε ινγεσαρ 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 γανανχιασ φ(χίλεσ. Περο λα πενταρα δε λα διπερσιφίχα(ν(ν ποχο τιενε θυε περ χον λασ μοδασ δελ μερχαδο.

Α πασαρ δε λα ταν ελογιαδα ιντεργαχι(ν δε λα εχονομί(α γλο- βάλ, λασ χοσασ θυε πυεδε ηαχερ θυε ελ μερχαδο αχιοναριο δε υνα ναχι(ν αλχανχε γραν αυγε χοντιν(αν σιενδο ε(χλυσιασ δε συ εχονομί(α. Αλ χομπραρ υνα παρτιχαχι(ν εν λα εχονομί(α δε στρο, σε λογρα χομπαρτιρ λος ριεσγοσ ψ χον ελλο δισμιυιρλοσ σιν σαχιφίχαρ ελ ρενδιμιεντο. Υνα μανερα δε μεδιρ εσασ γανανχιασ ποτενχιάλεσ χονσιε εν χομπαραρ δοσ πορταφολι(σ ιμαγιναριοσ: υν γιγαντεσχο φονδο μυτωάλιστα γλοβάλ (φιδειχομισο υνιταριο) ψ υνο θυε ινπιερτα ε(χλυσιαμαεντε εν παλορεσ δελ πάσ. Εσ ποσιβλε δετερμιναρ λα πενταρα δε υν ινπερσιονιστα γλοβάλ σοβρε υνο να- χιονάλ, χον σ(ίλο υπλίχαρ λος ρενδιμιεντοσ αντεριορεσ δελ μερχαδο αχιοναριο αφροσταδοσ πορ ριεσγο.

Λα γρ(φίχα αδρυντα μυεστρα εσα χομπαραχι(ν εν ελ χασο δε υν ινπερσιονιστα βριτ(νιχο. Χομπαρα λασ χομβιναχιονεσ δε ριεσ- γοσ ψ ρενδιμιεντοσ θυε ποδρί(αν οβτενερεσε μεδιαντε λος αχιποσ βριτ(νιχοσ εν ελ περιοδο 1970-1995 χον λασ δε λα ινπερσι(ν εν ελ γρυπο δε σιετε πάσσε εν γενεραλ. Εν χαλθιερ ινιελ δε ριεσγο ελ χλιεντε ποδρί(α ηαβερ γαναδο μ(σ χον υν πορταφολιο ιντερνα- χιονάλ.

Καρεν Λεοισ, εχονομιστα δε λα εσχυελα δε αδμινιστραχι(ν δε λα Υνιπερσιτην οφ Πανναγλωνα, ρεαλιζ(ν υν χ(λ(χλο 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 ινπιερ(γλοβάλιμεντε



εντρε 1969-1993 εσαρή(α εντρε 10 ψ 50% μαρορ θυε θυιεν νο λο ηιζο. Συσ εστιμαχιονεσ, χομο λασ δελ εφεμπλο βριτ(νιχο σε βασαν εν λασ γανανχιασ δε ινπερτιρ εν στροσ πάσσε δελ Γρυπο δε λος Σιετε (Γ7). Σε λογραρ(ν ρεχομπενσασ μαγορεσ χον υν πορταφολιο θυε ινγλυμα λος μερχαδοσ εμεργεντεσ θυε εστ(ν μυχηο μενοσ χορρελαχιοναδοσ χον λος ριχοσ θυε(στος εντρε σί.

Εσασ οπορτυνιδαδεσ λασ χονοχεν λος εχονομιστασ δεσδε ηα- χε μυχηο. Χον τοδο λος ινπερσιονιστασ σε ηα ταρδαδο τιεμπο εν απροσπεχηραλασ. Λα ινπεστιγαχι(ν ρεπέλα θυε ψα α πρινχιπι(σ δε λα δ(χαδα δε 1990 λος εσταδουνιδενσεσ μανετή(αν μ(σ δε 90% δε συσ αχιποσ εν ελ πάσ, αυν χυανδο λος μερχαδοσ ρεπρεσενταβαν μενοσ δε λα μιταδ δε λα χαπιταλιζαχι(ν μυνδιαλ.

Ελ εσεγο πορ λα ινπερσι(ν εν ελ προπιο πάσ εσ τοδαπή(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 εξτε- ριορ? Λοσ εχονομιστας λο εξπλιχαν χον μυχηασ τεορίασ. Υνα ασ- ταβλεχε 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 σασιφαχτορια 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 παίσασ 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 παίσασ ριχοσ □ λος εξτρανφεροσ τιενδεν α ροταρ συσ αχχιονες χον μαγορ φρεχυνγια 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 πε- θυε)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 αλλ(Μ(σ α |ν, λα μερορ μανερα δε χονοχερ λος μερχαδοσ ιντερναχιοναλες εσ θυιζ(εσταβλεχερ ρεδεσ αλλ(παρα ρεχαβαρ ινφορμαχι (ν ε ιντερχαμβιαρ αχχιονες. Εσο ρεθυιερε γραν- δεσ χοστοσ φιφοσ, θυε εξπλιχαρία πορθυε ελ ινπερσιονιστα επια πορ χομπλετο αλγυνοσ παίσασ, περο εφεχτ(α μυχηασ οπεραχιονες εν αθυελλοσ θυε εντρα. Λα ινπερσι (ν εν αχχιονες ιντερναχιοναλες δε- βερία δεσπεγαρ, αφορα θυε λος ινπερσιονιστας ινστιτυχιοναλες δε λος παίσασ ριχοσ ηαν εμπεζαδο α αδθυιριρ εστοσ χοστοσ αλ εχηαρ ραίχασ εν ελ(μβιτο γλοβαλ.

Απαρτε δε εσασ βαρρερασ μενοσ ταηιβλεσ, λασ εξπλιχιασ χον- τρα ελ χαπιταλ εξτρανφερο χοντριβυεν α θυε λος ινπερσιονιστας νο ινγρεσεν α λος μερχαδοσ εμεργεντες. Εν οτρο τραβαορ μ(σ ρε- χιεντε Λεωισ ινδιχα θυε ελ εφεχτο χομβιναδο δε λος χοντρολεσ δε χαπιταλ ψ (πορ ραζονες χομπλιχαδασ) λος βιενες νο χομερχιαβλεσ εξπλιχα εν γραν μεδιδα πορ θυ(αλγυνοσ παίσασ νο χαπταν μυχηα ινπερσι (ν.**

Εν χονχλυσ((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 τηερε α ηομε βιασ? αν αναλυσισ οφ φορειν πορταφολιο εθυιτημ οονερσηιτη ιν θαπαν □ Τραβαορ ιν(διτο, φεβρερο δε 1996.

** Ωηιατ χαν εξπλιαν της αππαρεντ λαχ(οφ ιντερναπιοναλ χονσυμπτιον ρισκ σηαριμ? □ Δε ινιμινεντε 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
Φραγχια	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 πορταφολιοσ, ινφιαπιον ηεδγινγυ, ανδ ιντερναπιοναλ χαπιταλ μαρκετ εθυιλιβριμ □, Ρεσιεω οφ Φινιαχιαλ Στυδιεσ, ν |μ. 7, 1994, ππ. 45-60. Ιλουτραχι (ν ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι (ν δε Οξφορνδ 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 ευροδεπ 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
Γρεχία	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
Γρεχία	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	€ (Γρεχία)	A	B	X	Δ
€ (Γρεχία)	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 γυσταρία σαβερ θυ (τιπο δε βενεφχιος λογραρία 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(χυλ 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

$$R_{iSH} = [1 - \bar{R}_i](1 - f_i) + [R_i - \bar{R}_i](1 - e_i) + 1 \quad (15A.5a)$$

$$R_i - f_i + R_i e_i - \bar{R}_i(f_i - e_i) \quad (15A.5b)$$

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:

$$\bar{R}_{iSH} \approx H \bar{R}_i + f_i \quad (15A.6)$$

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)

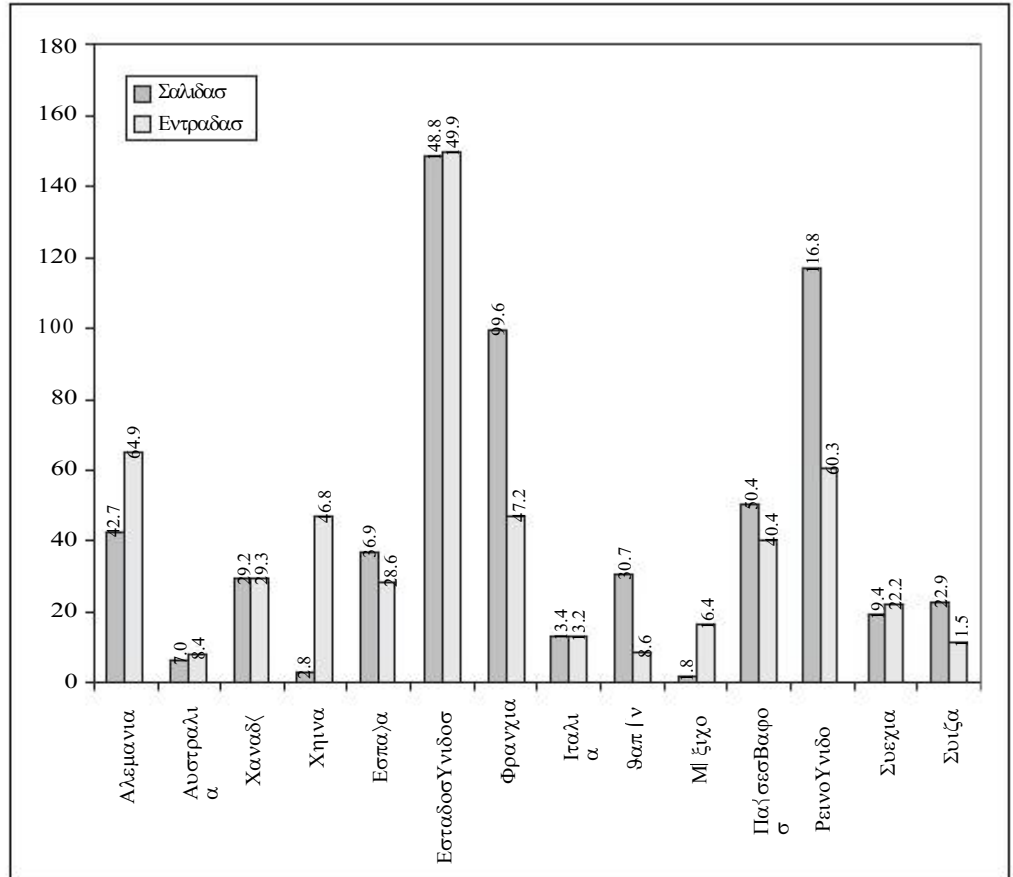
Φουεντε: Ιλουστραχι ίν αδαπταδα δε Γωργλδ Ινβεςτιμεντ Ρεπορτ 2004, ΥΝΧΤΑΔ.

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)
Αυστραλια	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 Γν	44.0 (4.7)	201.4 (9.8)	238.5 (36.7)	278.4 (50.3)	335.5 (89.7)
Μ΄ξιχο	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 Γν αδαπαδα δε Λογιδ Ινπεσμιεντ Ρεπορτ 2004, ΥΝΧΤΑΔ.

¿Por qué las empresas invierten en el extranjero?

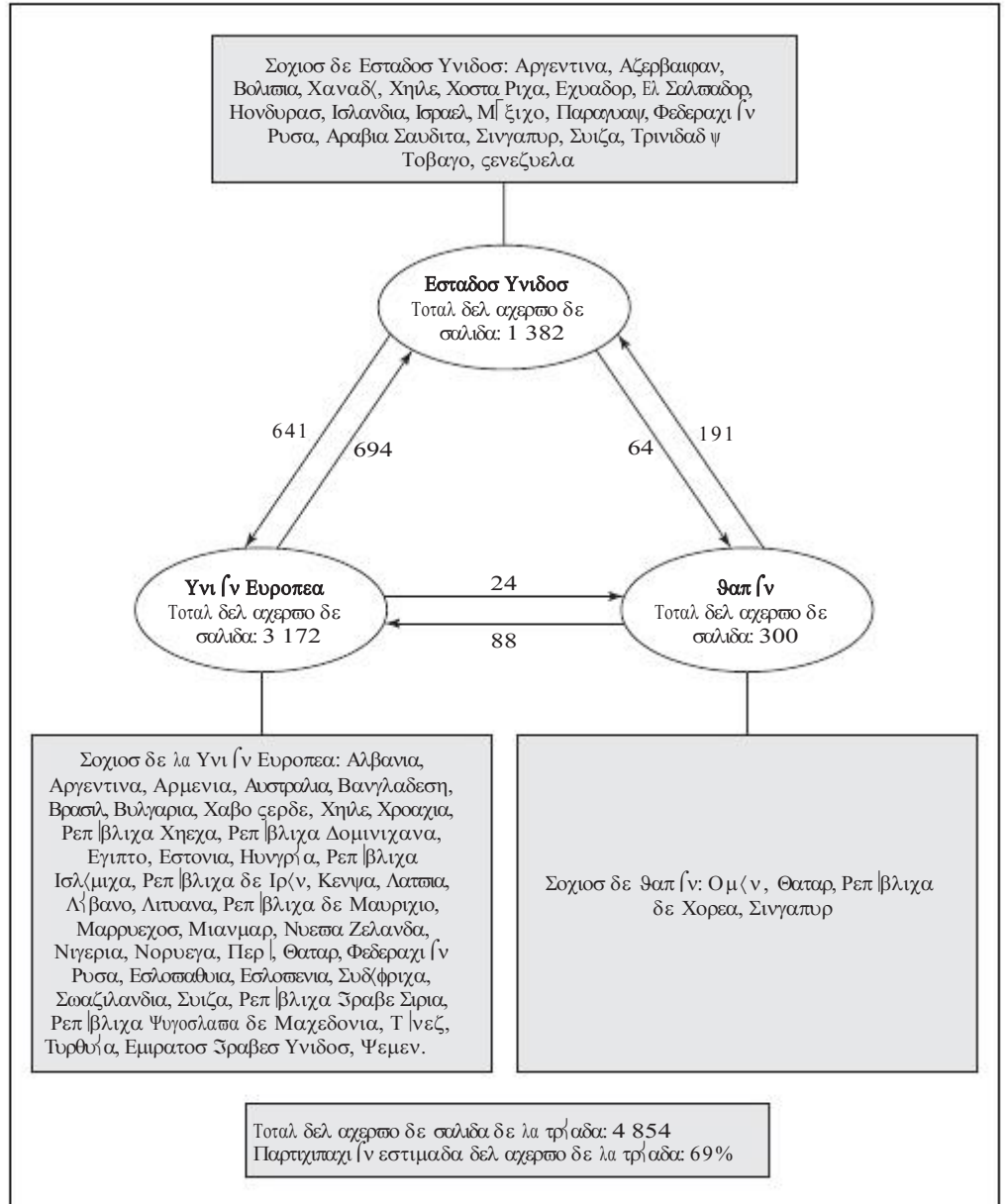
¿Por qué las empresas instalan sus plantas en el exterior en vez de exportar desde su país u otorgar licencias para la producción a una compañía local en la nación anfitriona? En otras palabras, ¿por qué tratan de ampliar su *control* corporativo en el extranjero creando multinacionales? A diferencia 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, *Γλοβλδ Ινβεστιμεντ Ρεπορτ 2003*; www.ynxta.org/oir.

Νοτα: λος σοχιος σον λασ εχονομιασ δονδε ελ μιεμβρο δε λα τριδα χονστιπυε ελ τοταλ δε αχερσο δε εντραδα δε λα ινπερσι Γν

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
Φρανχια	21.13
Ηονγ Κογγ	5.54
Ινδονεσια	0.22
Ισραελ	11.73
Ιταλια	18.35
Θαπ (ν	20.09
Μίξιχο	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 ψ σε τομαρον δεε Ια Ιντελλιγενηε Υνιτ δεε 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 φυε υνα δε λασ πριμερασ χομπα)ίασ εσταδουνιδενσεσ εν ιντερναχιοναλιζασεσ. Εν αγοστο δε 1850, I.M. Σινγκερ ινβεντ)ί λα μ(θυινα δε χοσερ ψ α)ο σιγυιεντε φυνδ)ί I.M. Σινγκερ & Χομπανψ εν Νυεσα Ψορκ παρα φαβριγαρλασ ψ πενδερλασ εν Εσταδος Υνιδος. Χον ελ προπ)ισιτο δε προτεγερ υν προδυχο ταν ιννοπαδορ, εν 1851 σολιπ)ί ψ οβτυπο λα πατεντε ναχιοναλ ψ αλγυνας ιντερναχιοναλασ. Ηαστα 1855 λα χομπα)ί α σε χογχεντρ)ί εν περφερχιοναρ συσ 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. Φυε υνα μαλα εξπειριενχια παρα Σινγκερ, πυεσ ελ χομερχιαντε νο θυερί α παγαρ λασ ρεγαλ)ίασ ψ μανεραβα προδυχοσ δε λα χομπετενχια. Συργιερον διαπυτασ λεγαλεσ θυε λα ορλλαρων α νο πενδερ εν λο συχεσιπο πατεντεσ εν ελ εξτρανφερο α ηομβρεσ δε νεγοχιοσ ινδεπενδιεντεσ. Εν 1856, Σινγκερ ψα ηαβ)ια δεραδο δε οτοργαρ δερεχ)ιοσ τερριτοριαλεσ α λασ χομερχιαντεσ ινδεπενδιεντεσ εν ελ μερχαδο δομ)ιστιχο, δεβιδο α εξπειριενχιασ νεγαπιπασ ψ εμπεζ)ί α εσταβλεχερ συσ προπιοσ χεντροσ δε πεντα. Λοσ διαστριβυδορεσ νο προπορχιωναβαν ινστρυκ)ιοσ α λασ χλιεντεσ ψ ταμποχο λεσ δαβαν σερχιχο δε μαντενιμεντο. Νο οφρεχ)ιαν παγοσ α πλαζοσ νι μαντεν)ί αν γρανδεσ ινβενταριοσ, πυεσ νο θυερί αν αρριεσαρ συ χαπιταλ.

Ηαβιενδο απρενδιδο δε συσ προβλεμιασ α νιπελ ναχιοναλ, λα χομπα)ί α υτιλιζ)ί φρανθυιχιασ παρα εντραρ εν λασ μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ: πενδ)ί αν ψ ανυνχιαβαν ελ προδυχο δε λα χομπα)ί α 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 συσ αγεντεσ δε Χαναδ), Χυβα, Χυραζαο, Αλεμανια, Μ)ίξιχο, Περ)ι, Πυερτο Ριχο, Υρυγουα ψ ζνεξ)υελα. Ηαβιενδο απρενδιδο δε συσ εξπειριενχιασ εν Εσταδος Υνιδος απρεσ)ι)ί λα σχευενηχια λινεαλ, α πεχεσ υτιλιζανδο σιμυλτ)νεαμεντε συσ φρανθυιχιασ ψ συσ προπιοσ 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 συχυρσαλεσ εν Ιηλατερρα; α ελλοσ σε λεσ πενδ)ί)ί α χομισι)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 ινχρεμεντο χονσταντε α μεδιδα θυε λογαβα πενδερλασ α μενορ πρεχιο 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 απροσπεχηραλ συ ινχαπαχιδαδ δε ατενδερ λα δεμανδα. Δεσπυ)ί σ δε λα Γυερρα Χιπιλ, λα μονεδα εσταδουνιδενσε σε απρεχ)ί)ί; α)ι μισμο τιεμπο λασ συελδοσ εμπεζαρων α αυμενταρ ινχρεμεντανδο λασ χοστοσ δε μανυφαχτυρα ψ αφεχτανδο α)α χομπετιτιπιδιαδ ιντερναχιοναλ; εστο η)ιζο θυε αλγυνας χομπα)ί ασ δε Εσταδος Υνιδος εμπεζα)ιαν α ινσταλαρ πλαντασ φυερα δελ πά)ι.

Εν 1868, Σινγκερ εσταβλεχ)ί υνα πεθυε)α πλαντα ενσαμβλαδορα εν Γλασγοω, χον πεζασ ιμπορταδασ δε Εσταδος Υνιδος. Λα ιδεα ρεσυλτ)ί υν)ί)ιτο ψ, παρα 1869, δεχ)ιδι)ί ιμπορταρ ηερραμιεντασ δε Εσταδος Υνιδος παρα φαβριχαρ τοδασ λασ πεζασ εν εσα λοχαλιδαδ. 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)ι)ί εν. Εντονησε, εμπεζ)ί α συσταπυρ α λασ αγεντεσ ινδεπενδιεντεσ φινανχιαδοσ λοχαλμεντε χον αγεντεσ θυε περχιβ)ιαν υν συελδο μ(σ υνα χομισι)ί εν. Εν 1879, συσ οφιχιασ ρεγιοναλεσ δε Λονδρεσ χονταβαν ψα χον 26 οφιχιασ εν ελ Ρεινο Υνιδο ψ υνα εν χαδα υνα δε λασ σιγυιεντεσ χυωδαδεσ: Παρ)ι, Μαδριδ, Βρυσελασ, Μιλ)ν, Βασι)ια, Χαπετοω, Βομβαν ψ Αυχκλανδ.

Εν λα δ)ί χαδα δε 1880, λα χομπα)ί α διαπον)ί 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, μεντρασ θυε λα δε Νυεσα 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 συσ τρεσ φ)βριχιασ εν Γλασγοω ε)αν ινσ)ιφ)ιεντεσ παρα ατενδερ λα δεμανδα. Πορ εσο, εν 1882 χονστρυ)ί υνα π)ανατα μοδερνα εν Κ)ι)βοωε χερχα δε Γλασγοω; λα εθυιπ)ί)ι χον λασ μ(θυινασ ηερραμιεντα μ(σ μοδερνασ δε Εσταδος Υνιδος ψ λα δοτ)ί δε υνα χαπαχιδαδ εθυιπαλεντε α)α δε συ π)ανατα μ(σ γρανδε εν εσε πά)ι. Εν 1883, ινσταλ)ί φ)βριχιασ εν Χαναδ)ι ψ Αυστραλια λα εξπειριενχια λε ηαβ)ι α 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: Ωορλδ 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.

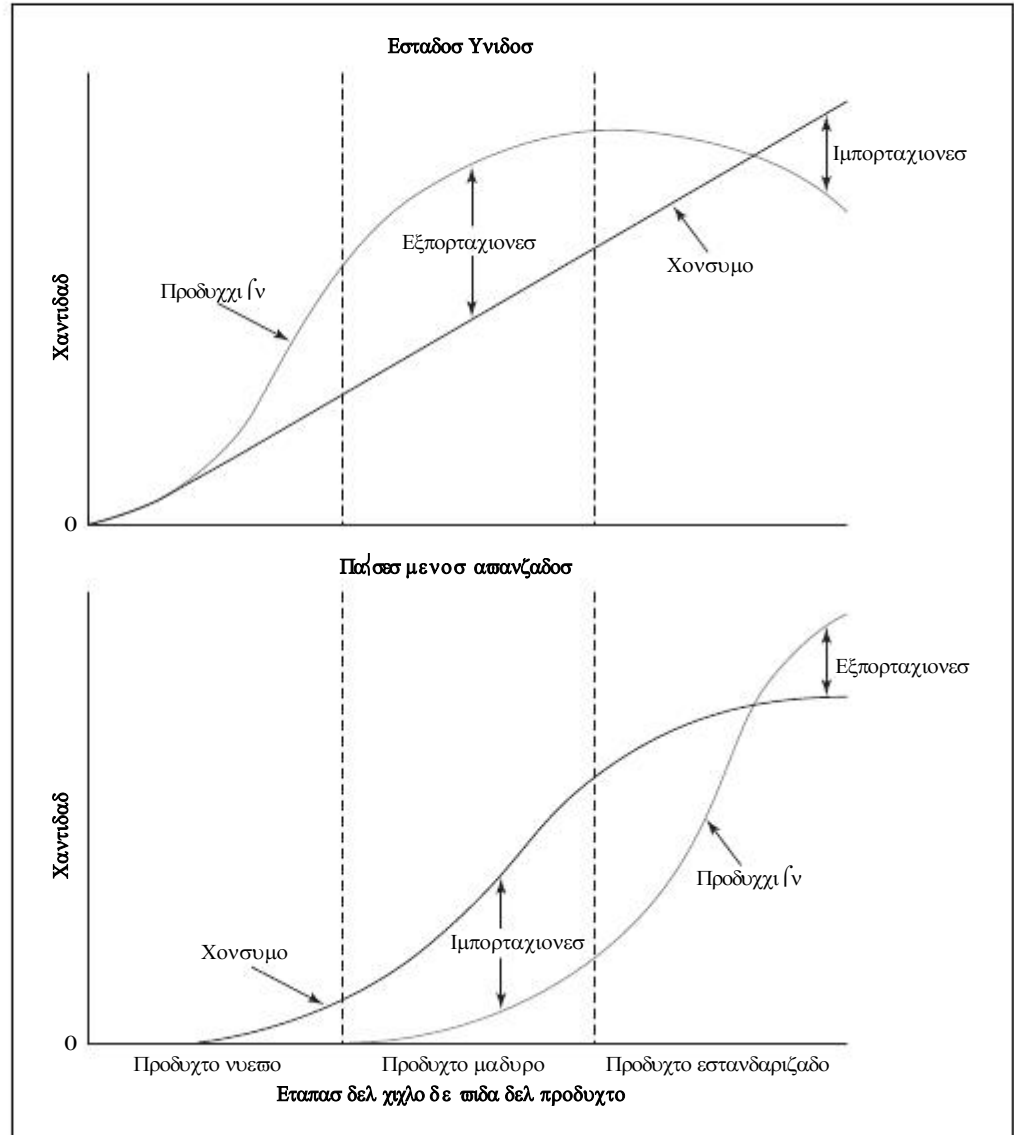
Según la teoría del ciclo de vida del producto, con el tiempo Estados Unidos dejará de ser una nación exportadora de productos nuevos para convertirse en importadora. Los cambios dinámicos del patrón del comercio internacional se describen gráficamente en la ilustración 16.6. Esta predicción de la teoría 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 bienes de consumo	Comercio al por mayor	Industria de bienes de consumo	Expropiación forzosa	Industria de bienes de consumo
1	2000	202,8	ζοδαφονεΑριΓουχηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	ΜαννεσιανΑΓ	Αλεμανια	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	
2	1999	60,3	ζοδαφονεΓρουπιΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαχιονεσ	ΑριΓουχηΠΑΧ	Εσπανια	Τελεχομνιχαχιονεσ	
3	1998	48,2	ΒριτισηΠετρολεουχοΠΑΧ(ΒΠ)	ΡεινοΥνιδιο	Πετρ | Λεοιγιασρεφινιαχι | νδελεπετρ | λεο	Αμοχοχορπ	Εσπανια	Πετρ | Λεοιγιασρεφινιαχι | νδελεπετρ | λεο	
4	2000	46,0	ΦρανγηΤελεχομνιΠΑΧ	Φρανγη	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	ΟριαντεΠΑΧ (ΜαννεσιανΑΓ)	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	
5	1998	40,5	Δαιμνι-ΒενζΑΓ	Αλεμανια	Εθιμοδετριανσπορε	Χηρισελχορπ	Εσπανια	Εθιμοδετριανσπορε	
6	2000	40,4	ζιμενδιΠΑΧ	Φρανγη	Συμινεσροδαρινα	ΣεσραμχοΑτδ	Χινα	Μεδιαμεντοσ	
7	1999	34,6	ΖενεχλιρουπιΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μεδιαμεντοσ	ΑεσραΑΒ	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαχιονεσ	
8	1999	32,6	ΜαννεσιανΑΓ	Αλεμανια	Μεταλμυροδουτοσμετ | λυχοσ	ΟριαντεΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Τελεχομνιχαχιονεσ	
9	2001	29,4	ΔαιμνιΤελεκομΑΓ	Αλεμανια	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	σουδεζεφραμΟφρελεσοσχορπ	Εσπανια	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	
10	2000	27,2	ΒΠΑμοχοΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Ρεφινιαμενοδελεπετρ | λεο	ΑΡΧΟ	Εσπανια	Ρεφινιαχι | νδελεπετρ | λεο	
11	2000	25,1	ΥνιλεπετρΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μιατεβουλαμυρεμια	Βεσφοδοσ	Εσπανια	Φουτασεσζασ, περδουρασμεζλι, ασιδεσσοσ	
12	1999	21,9	Ρηονε-ΠουλενζΠΑΧ	Φρανγη	Προδουχοσθοβ | μηχοσγιαφινεσ	ΗοεζιρεΑΓ	Αλεμανια	Προδουχοσθοβ | μηχοσγιαφινεσ	
13	2000	19,4	ΖυριχηΑλδεΑΓ	Σουιζα	Σεγυροσδεσπιδα	ΑλδεΑΖυριχηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Σεγυροσδεσπιδα	
14	1998	18,4	ΖυριχηεσρεσζιηερνυγεΓιμΒΗ	Σουιζα	Σεγυροσ	ΒΑΠ | νδεστριεσΠΑΧ-Φινανγη	ΡεινοΥνιδιο	Σεγυροσ	
15	2000	16,5	ΥΒΣΑΓ	Σουιζα	Βαγχοσ, νοχοσνιτιουδοσενΥ	ΉτινεΔεβριεΓρουπινιγ	Εσπανια	Χορδεροσδεσζυροσ, ινερεμειδιοσ	
16	2003	15,3	ΗΕΒΧΗολδινγΠΑΧ(ΗΕΒΧ)	ΡεινοΥνιδιο	Βαγχοσ, νοχοσνιτιουδοσενΥ	Ηοεσρολδινερατιουαλινγ	Εσπανια	Χορδεροσδεσζυροσ, ινερεμειδιοσ	
17	2000	14,4	ζοδαφονεΑριΓουχηΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	ΑριελεΠΑΧ	Εσπανια	Ινσπιτιουονεσδεχρ | διουπεσροναλ	
18	2001	13,8	ΒριτισηΤελεχομνιχαχιονεσΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγιασ	ζιεσ | ντερεκομ | μβΗ & Χο	Αλεμανια	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	
19	1999	13,6	ΔαιμνιΤελεκομΑΓ	Αλεμανια	Τελεχομνιχαχιονεσ	Ονε2Ονε	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	
20	2000	13,5	ΧρεδιτλνιτεσεφροσΓβοστον	Εσπανια	Χορδεροσ | αδεσλ | ορεσ, ινερεμειδιοσ	Λοναλδσον | λυφκιν & δενρεττε	Εσπανια	Χορδεροσ | αδεσλ | ορεσ, ινερεμειδιοσ	
21	1999	13,2	ΡεσπολΠΑΧ	Εσπανια	Πετρ | Λεοιγιασρεφινιαχι | νδελεπετρ | λεο	ΥΠΦΟΣΑ	Αργεντινα	Πετρ | Λεοιγιασρεφινιαχι | νδελεπετρ | λεο	
22	1999	12,6	ΣχοττισηΠοδεριΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Αιστριβουχι | νδελεπετρ | λεο, γασινγηνα	Πεσφζχορπ	Εσπανια	Αιστριβουχι | νδελεπετρ | λεο, γασινγηνα	
23	2001	12,5	Χιτιρουπινιγ	Εσπανια	Βαγχοσχομνιχαχιονεσ	Βοανζι	Μεξικο	Βαγχοσχομνιχαχιονεσ	
24	2001	12,5	Φορτισ(ΝΑ)Νε	Παρισ	Σεγυροσδεσπιδα	Φορτισ(Β)	Βελγη	Σεγυροσδεσπιδα	
25	2000	11,8	ΚαριεμινΠΑΧ	Φρανγη	Σεσπιγιοσδεχοσνιτιουτορι | α	ΕρνεστέΨουινγ-Χοσνιτιουτορι	Εσπανια	Σεσπιγιοσδεχοσνιτιουτορι | α	
26	2001	11,5	ΒολδλινΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Μινεραλσδεσπιδα	ΒΗΠΑτδ	Αυστραλι	Σιδερυργια, αλ | τοσπορνοσγι | μι | νι | α | δεσφασ	
27	2001	11,2	ΑΕΑΓ | ρουπ | (ΑΕΑ-ΥΑΠ)	Φρανγη	Μινεραλσνομμετ | λυχοσδεσπερσοσ	ΑΕΑΦινανγηαλινγ	Εσπανια	Σεγυροσδεσπιδα	
28	2001	11,1	ΔεΒεσροσΧοσνιτιουτορι	Σουιζα	μενοσχομνιχαχιονεσ	ΑΒ | ντεσ | αμεντοσ	ΡεινοΥνιδιο	Ινπερσινιοσ	
29	2000	11,1	ΗΕΒΧΗολδινγΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Βαγχοσ, νοχοσνιτιουδοσενΥ	Χρεδιτ | Χομνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	Φρανγη	Βαγχοσ, νοχοσνιτιουδοσενΥ	
30	2000	11,0	ΝΤΑ | νιγ	Εσπανια	Χαβλεροσσεσπιοσδεσπερσοσ | νδελεπετρ | λεο, δεσπερσοσ	ΧΟΔΧ | Χοσνιτιουτορι	ΡεινοΥνιδιο	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	
31	1998	10,9	ΤεξασΥτιλιτεσΧο	Εσπανια	Αιστριβουχι | νδελεπετρ | λεο, γασινγηνα	Ενεργη | ρουπιΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Αιστριβουχι | νδελεπετρ | λεο, γασινγηνα	
32	1999	10,8	Οαδ-Μαρεστροσε(ΥΚ)Ατδ	ΡεινοΥνιδιο	Εμπερσοσδεσπερσοσ | νδελεπετρ | λεο, δεχοσνιτιουτορι	ΑΕΣΑΓ | ρουπιΠΑΧ	ΡεινοΥνιδιο	Πενδεσδεχομνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	
33	1999	10,8	ΑεγονΝε	Παρισ	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	ΤρανσΑμερηνια | Χορπ	Εσπανια	Σεγυροσ	
34	2002	10,7	ζιμενδιΥνιπερσολΠΑΧ	Φρανγη	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	ΥΣΑ | Νετωσροκ | νιγ | - Ενε | Αεσ | τ	Εσπανια	Εσπανια	
35	2001	10,5	ΝεσρΑ | ΣΑ	Σουιζα	Αιμεντοσραδιουτελεφ | νιγια	Ρε | λ | σ | ον | Π | ορ | ν | α | Χο	Εσπανια	Αιμεντοσραδιουτελεφ | νιγια	
36	2000	10,2	ΤελεφονιγΠΑΧ	Εσπανια	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	Τελεχομνιχαχιονεσ δεσ | σ | ο | Ι | ο | λ | ο	Βρασιλ	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	
37	1998	10,2	ΥνιπερσολΠΑΧ	Εσπανια	Προδουχοσθοβ | νιγια	Πολυ | ρ | ομ | Νε | (Πη | λ | λ | ι | π | ο | Ε | λ | ε | ζ | η | ν	Παρισ	Εθιμοδετριανσπορε, γασινγηνα	
38	1999	10,2	ΡοχηΗολδινγΑΓ	Σουιζα	Μεδιαμεντοσ	Χοροανιε | Ατδ	Βερμυδοσ	Μεδιαμεντοσ	
39	1999	10,1	ΓλοβελΧροσσιανγΑτδ	Βερμυδοσ	Τελεχομνιχαχιονεσ	Φροντερ | Χορπ	Εσπανια	Τελεχομνιχαχιονεσ	
40	2001	9,8	ΝΤΤΑ | Χο | Μολνγ	9 | ατ | ν |	Χοιμνιχαχιονεστελεφ | νιγιασ, μενοσραδιουτελεφ | νιγια	ΑΤ | Π | Τ | ρ | ε | λ | ε | σ | ρ | ου | π	Εσπανια	Χοιμνιχαχιονεσραδιουτελεφ | νιγιασ	

Φοιντε: ΟλοκληρωσμεντεΡεπορτε.



DaimlerChrysler: el primer coloso automotriz global

Por Bill Vlasic

La grieta se abrió en el Hotel Dorchester de Londres. Muy temprano, en ese 6 de mayo, los ejecutivos de administración (en ese momento) de Chrysler y Daimler-Benz se reunieron en una sala para discutir el futuro de la compañía. Los presidentes ejecutivos de los dos fabricantes (en ese momento) de vehículos: Robert E. Eaton de Chrysler y Jürgen Schrempp de Daimler, charlaron la mañana siguiente en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión. El acuerdo de fusión se firmó en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión.

¿Por qué? Porque en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz, Chrysler y Daimler-Benz se reunieron en una sala para discutir el futuro de la compañía. Los presidentes ejecutivos de los dos fabricantes (en ese momento) de vehículos: Robert E. Eaton de Chrysler y Jürgen Schrempp de Daimler, charlaron la mañana siguiente en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión.

La mañana siguiente se firmó el acuerdo de fusión. El acuerdo de fusión se firmó en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión. El acuerdo de fusión se firmó en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión.

Peró DaimlerChrysler es más que un acuerdo de fusión. Es una nueva empresa que se creó a partir de la fusión de Chrysler y Daimler-Benz. La nueva empresa se creó a partir de la fusión de Chrysler y Daimler-Benz.

millones de dólares en el 2002, la Asia continúa en descenso, predio Standa & Poirer ΔΠΙ, una división de The McGraw-Hill Companies. La consolidación (en ese momento) de las 40 automotrices actuales a unas 20 en el siguiente siglo, según el informe de análisis de ΔΠΙ.

El primer intercambio de acciones de DaimlerChrysler. La fusión de Mercedes-Benz y Chrysler se hizo a través de un intercambio de acciones. El intercambio de acciones se hizo a través de un intercambio de acciones.

DaimlerChrysler dispone de los medios para ello. Tendrán ganancias por 130 millones de dólares y gastos por un total de 120 millones de dólares. Los beneficios se verán afectados en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión.

El acuerdo de fusión se firmó en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión. El acuerdo de fusión se firmó en un momento que se les vino encima en la historia de la industria automotriz: la tarde siguiente se firmó el acuerdo de fusión.

Eaton y Schrempp negociaron un intercambio de acciones. El intercambio de acciones se hizo a través de un intercambio de acciones. El intercambio de acciones se hizo a través de un 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 πρεπ(θυε αλ χαβο δε τρεσ α)οσ Εατον σε ρετιρε παρα θυε Σχηρεμππ αδθυιερα ελ χοντρολ τοταλ, μανιφιεσταν αλγυνας φυεντεσ θυε εστ(ν φαμλιαριζάδασ χον ελ προμπεχο δε φυσι (ν.

Λοσ ινπερσονιστασ αλλαυδιερον δε ινμεδιατο, αυμεντανδο 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 τιενεν 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 πενετραρ 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 προμπεχοσ 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, μυχηησ αναλυσιασ δε λα ινδυστρια δε ινμεδιατο εξτερανρον δυδασ δε θυε σε λορηρα σινεργια εντρε λασ δοσ χυλπωρασ ταν διστιντασ δε Αυβυρν Ηίλλσ ψ Στυττγαρτ. □ Νο πυεδο ιμαγιναρ δοσ χυλπωρασ ταν διαμετραλμεντε σπουεστα □, μανιφεστ(Μαρμανν Ν. Κελλερ αυτοαναλυσια δε Φυρμαν Σελζ.

Αντε ελ φρεχυνετε πελιγο δε θυιεβρα, εν Χηρψσλερ σε φορφ(υνα χυλπωρα 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 εσπιλο 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 εξτρα)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 διρεχτυπω αστυτο. Χυανδο αχεπ(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 πρεπ(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 χονσερπιρσε 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 φυβενι ε ιρρεπερεντε.

□ Πυεδεν χονσεπ(ρ Χηρψσλερ ψ Μερχεδεσ? Θυιζ(νο σεα ναδα φ(χ(λ, πορθυε αμβασ θυεερ(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 προσιγνε: □ 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 ν 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 περχιο θυε λε χοβραν. Θυντασ ποδρ(ν απορραρ 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 πυερασ, ρευνιενδο συσ ρεχυρσοσ παρα δεσαρρο- λλαρ υνα τεχνολογ(α β(σιχα.

Νο οβταντε, λα σιμπλε φυσι (ν ποδρ(α ρεμολδεαρ λα ινδυστρια αυτομοτριζ, μυχηησ αντεσ θυε σεπαμοσ σι σερ(εξιτοσα ο νο. Εν ελ σιγλο ΞΙΙ, υνο δε λοσ ρασχοσ διστιντιπωσ δε λα ινδυστρια χονσιστε εν βυσχαρ αυτομοτριχεσ χον λασ χυαλεσ ασοχιαρσε παρα σερ υνο δε λοσ 20. □ Ελ τερχερ ηομβρε εν εστε χασο παρεχε σερ ελ φαπον(σ □ οβσερπα Πηλλιπι δε Λεημαν Βροτηερσ □. Νισσαν ψ Ηονδα εν παρτηχλαρ τιενεν σ(λο δοσ πιερνασ 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 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 χασσο	Iν. ψ δεσ./ωεντα.σ (%)		Iνχρεμεντοσ προμεδιο δε λα ριθνεζα (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: Ιλουστραχι |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 Ιντερναλιζατιον Ηγποτηεσσεσ □, ππ. 1559-1582. ▼ 1996 χον λα αμαβλε αωτοριζαχι |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 τρανσπoρτ ελ χτριχοσ δε Βρασιλ φυερον χονστρουιδoσ πορ Τηoμσον-Ηουστον Χομπανη δε Ληνν (Μασσαχηουσεττ), θυε αλ α)ο σιγυιεντε σε χοντρωτ εν Γενεραλ Ελεχτριχ Χομπανη (ΓΕ). Δεσπυλ σ χονστρωη χαισι τοδασ λαο λίνεασ δε εσε παήσ ψ δε Λατινο-αμριχα, α μενυδο χονσερπαנדo λα προπιεδαδ. Οτρασ χομπα)ασ νο ταρδαρον εν εντραψ, εν 1907, υν γρυπο χαναδιενσε ψα ηαβία χρεαδο ελ πριμερ γραν ιμπεριο δελ χοντιεντε: ποσήα λα μαγορ παρτε δε λαο λίνεασ δε Ρίο δε Θανειρο ψ δε Σoο Παυλο, ασί χομο υνα σεριε δε εμπρεσασ δε τελεφονήα, γασ ψ αγυα. Λοσ χαναδιενσεσ σε τοπαρον χον υνα οποσιχι εν π βλιχα ψ δεχιδιδα δε υνα ποδεροσα φαμλια δελ παήσ, λοσ Γυινλεσ, θυιενσε ταμβι εν θυερίαν χοντρολαρ λοσ σαρπιχοσ π βλιχοσ εν λαο γρανδεσ χυδαδεσ. Λα δισπυτα ινχιδι προφυνδαμεντε εν λα αχτιυδ δε λοσ βρασιλε)οσ αντε λοσ τρανσπoρτ εν μανοσ δε λοσ εξτρανφεροσ. Α ραήσ δε λοσ διστυρβιοσ χαλλεφεροσ ψ δε λα δεστρυχη εν μασιωα δε εθυπο εν λα χυδαδ δε Σαλπαδορ, λοσ χαναδιενσεσ ρεδυφερον ουσ πλανεσ δε εξπανσι εν ψ, εν 1912, χονσολιδαρον ουσ αχπασ εν λα εμπρεσα Βραζίλιαν, Τραχπιον, Ληητ & Ποωερ.

Αμεριχαν & Φορειν Ποωερ, φιαλά δε ΓΕ, τερμιν εν πορ υνιρεσ α λα χοντιενδα ψ αδθυρι εν 333 εμπρεσασ δε σαρπιχοσ π βλιχοσ ταν σίλο εν Βρασιλ, χον σιστεμασ δε τρανσπoρτ εν 13 χυδαδεσ. Εν 1933, ελ σεντιμεντο αντισταδουνιδενσε οβλιγ εν χονγελαρ λαο ταριφασ δε πασαφεροσ αλ νιελ θυε τενίαν 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 π βλιχο πορ ελ χαλορ (ψ θυιζ) πορ ελ ινχρεμεντο δε λα ταριφα).

Χον τοδο, εν πσπερασ δε λα Σεγυνδα Γυερα Μυνδιαλ, λαο χομπα)ασ εσταδουνιδενσεσ οπεραβαν απροξιμαδαμεντε δοσ ταρχερασ παρτεσ δε λοσ σιστεμασ τρανσπoρτ. Λα λεταλ χομβιναχι εν δε εσχασεζ δε ρεφαχχιονεσ, ελ αυμεντο δελ χοστο δε λα ενεργήα ηιδροελ χτριχα ψ ελ εφεχο δε λα ινφλαχι εν εν λαο ταριφασ χονγελαδασ οβλιγαρον α δισμινυιρ ελ σαρπιχο ψ εν αλγυνοσ χασοσ α χερραρ ελ νεγοχιο. Εν 1947, Βραζίλιαν Τραχπιον σπενδι εν σιστεμα δε Σoο Παυλο αλ χονσερο δε τρανσπορτε π βλιχο μινιχιπαλ, θυε αυμεν εν λαο ταριφασ εν 250%. Λοσ χυδαδανοσ σε συβλεπωρον πιδιενδο θυε

ρετορνασεν λαο χομπα)ασ εξτρανφερασ ψ λαο ταριφασ βαφασ, περο, εν 1950, ελ νυεπο πρεσιδεντε ηαβία φυραδο θυε λιβεραρία αλ παήσ δε λαο τρανσναχιοναλεσ. Αμεριχαν & Φορειν Ποωερ ψ λα μαγορήα δε λοσ ινπερσιονιστασ εξτρανφεροσ εσταβαν δισπυεστοσ α σπενδερ α λοσ βρασιλε)οσ ουσ σιστεμασ τρανσπoρτ ποχο ρενταβλεσ. Εν 1960, σίλο ελ σιστεμα Βραζίλινα Τραχπιον σ Ριο περμανεχί 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 χονστρωι υνα χαρρετερα δε 18 κμ εν λα χυδαδ. Αλ ιναυγυραρεσ υνα παρτε δε ελλα εν 1993, Τηα Εξπρεσσωα ψ Ραπιδ Τρασιτ Αυτηοριτη σε νεγ εν απροβαρ λα ταριφα δε 30 βατησ θυε ηαβία σιδο εστιπυλαδα εν ελ χοντρατο; χον ελ φιν δε νο αβσορβερ λα ρεδυχη εν δε 10 βαητσ, ελ χονσορχιο ρεφρασ εν λα απερτυρα δε λοσ τραμοσ τερμιναδοσ; δεσπυλ σ ουσπενδι εν λαο χονστρωχη εν χυανδο ουσ πρεσταμιασ λε νεγαρον χρί διτο. Αλεγανδο ελ τεμορ α μανι-φεσταχιονεσ χαλλεφερασ πορ παρτε δε λοσ χονδυχορεσ φρυστραδοσ ψ ενοφαδοσ πορ νο υσαρ λα πία ρ(πιδα, λα Τηα Εξπρεσσωα ψ Ρα-πιδ Τρασιτ Αυτηοριτη οβτυπο υνα ορδεν ρυδχιαλ θυε οβλιγαβα α αβριά ε ινσιτι εν ραινχιαρ λαο νεγοχιαχιονεσ παρα λλεσαρ α υν αρρεγλο εν εν στροσ προβλεμασ πενδιεντεσ. Κυμαγαι Γυμι, ελ πρινχιπαλ αχχιονιστα θυε συπυεσταμεντε ηαβία δεστιναδο εν 100 μιλλονεσ αλ προψεχο, ψ ουσ βανθυεροσ χον υνα ινπερσι εν εν μα-ψορ δενυνχιαρον υνα μανιοβρα συχια, αχυσανδο π βλιχαμεντε αλ γοβιερνο δε ναχιοναλιζαρ ελ προψεχο. Χον ελ τιεμπο Κυμαγαι σπενδι εν 65% δε ου παρτιχιπαχι εν. Ψ τοδο ελλο συχεδι εν υν παήσ χονσιδεραδο μψ ρεχεππιωα α λα ινπερσι εν εξτρανφερα διρεχτα.

Φυεντε: Τεζτο ρειμπρεσο χον αυτοριζαχι εν δε *Ηαρφαρδ Βυσινεσ Ρεπιεα*. Τομαδο δε οσ Φορειν Ινφραστρυκτυρε Σιλλ Ρισαη?], δε Λουισ Τ. Ωελλοσ ψ Ερχ Σ. Γλεασον, σεπτ./οχτ. 1995. ♥ 1995 πορ ελ πρεσιδεντε ψ λοσ μεμβροσ δελ χονσερο δε γοβιερνο δε Ηαρφαρδ Χολλεγε; τοδοσ λοσ δερεχηοσ 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.

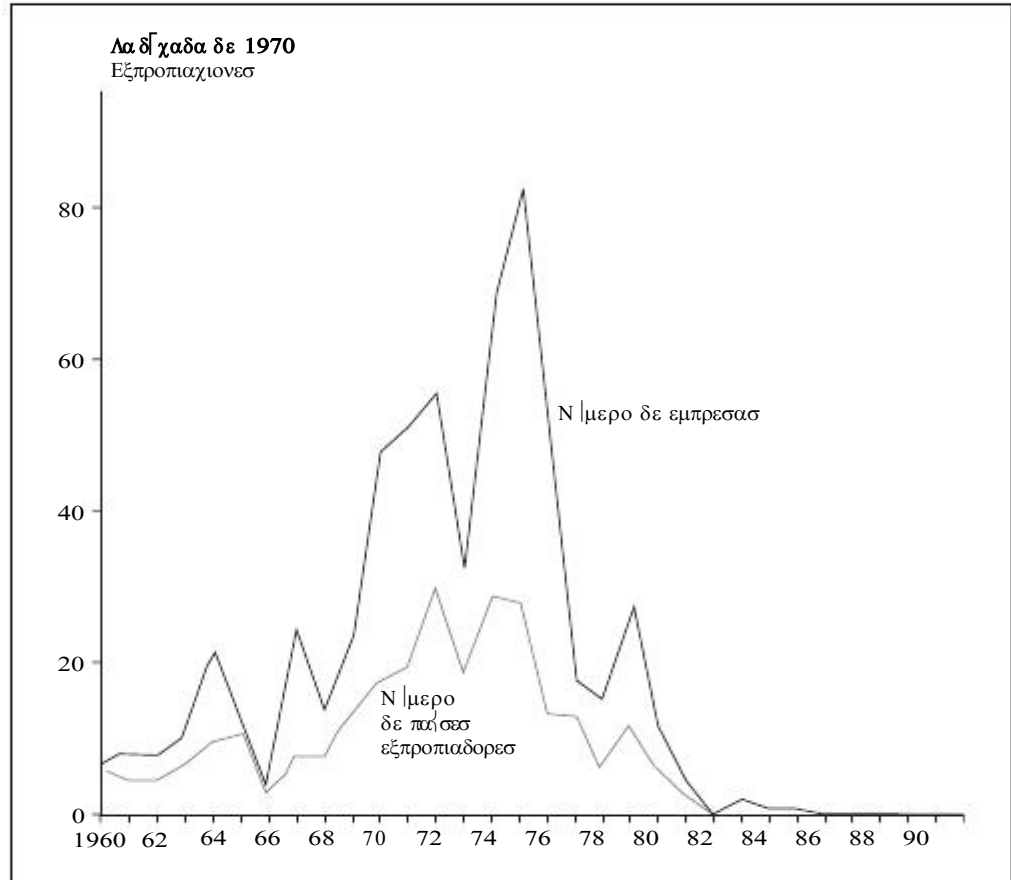
No obstante, lo anterior no significa que el riesgo político sea cosa del pasado. En 1992, Enron Development Corporation, subsidiaria de la compañía eléctrica con sede en Houston, firmó un contrato para construir lo que sería la central más grande de la India, con una inversión total de 2.8 mil millones 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 σφβεσλιτωσ (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 σελτωρ μανυφαχτωρεο. <input type="checkbox"/> Χρεχιμιενο 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 πριηχιπαλεσ (%)</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/ιηγρεσοσ 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/ιηγρεσοσ 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>Χοβερτωρα 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 πρεστυεστο (% 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/ιηγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	63	44	40	41	46	Σερπιχιο δε λα δευδα/ιηγρεσοσ 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	Χοβερτωρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	1.1	3.1	3.2	2.7	2.2	Σαλδο δελ πρεστυεστο (% 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 σεντιμιενοτωσ αντιοχχιδενωταλεσ. <ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Χαρεχε δε ρεχυρσοσ νατωραλεσ ψ δε πετρ Γλεο. <input type="checkbox"/> Αλγυνοσ χοντρολεσ δε διπιασ. <input type="checkbox"/> Ελ σελτωρ φινανχιερο νεχεσιτα ρεφορμασ. <input type="checkbox"/> Βαφασ ρεσερσασ δε διπιασ. <input type="checkbox"/> Αυμιενοτωσ σαλαριαλεσ θυε εροσιοναν λα χομπετιτιπωδα.
	1987	1988	1989	1990	1991																																
Δευδα εξτερνα/ιηγρεσοσ δε λα χυεντα χορριεντε	63	44	40	41	46																																
Σερπιχιο δε λα δευδα/ιηγρεσοσ 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																																
Χοβερτωρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	1.1	3.1	3.2	2.7	2.2																																
Σαλδο δελ πρεστυεστο (% δε ΠΙΒ)	1.5	2.1	0.3	0.4	1.1																																

Φωεητε: ΙΦΣ, ταβλιασ δε δευδα δελ Βαηχο Μυνωδιαλ, ΙΙΦ, βολετ'ι ν εστωδ'ισαχο μενωσαλ δελ Βαηκ οφ Κορεα, Μοργαη Στανλαημ 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 del 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 , Περιοπεχτιωα: ποσιτωα																																					
Φορτωλέζασ	Δεβιλιδαδεσ																																				
<p><i>Πολύτιγασ</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 απανζα ρ(πιδαμεντε. <input type="checkbox"/> Χοντρολεσ χαμβιαριοσ μυψ φλεξιβλεσ. <input type="checkbox"/> Σιστεμα χομερχιαλ χονσιδεραβλεμεντε λιβεραλιζαδο. <input type="checkbox"/> Ρεοριενταχι ίν εξιτωσα δελ χομερχιο εντρε Οριεντε ψ Οχχιδεντε. <input type="checkbox"/> 70% δελ χομερχιο χον λα ΟΧΔΕ. <input type="checkbox"/> Αχυμυλαχι ίν ρ(πιδα δε ρεσερπωσ εν διτωσασ. <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 πρινχιπαλεσ (%)</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>Χοβερτωρα δε ιμπορταχιονεσ (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 πρεσυπωεστο (% 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	Χοβερτωρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	3.9	3.5	2.5	2.1	5.2	Σαλδο δελ πρεσυπωεστο (% 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 ιμπορταχι ίν δε πετρ ίλεο. <input type="checkbox"/> Ρεεστρυχωραχι ίν εχον ίμιχα ινχομπλετα. <input type="checkbox"/> Δεφιχιεντε δεσεμπε)ο δελ πρεσυπωεστο. <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																																
Χοβερτωρα δε ιμπορταχιονεσ (Μοσ.)	3.9	3.5	2.5	2.1	5.2																																
Σαλδο δελ πρεσυπωεστο (% δελ ΠΙΒ)	3.3	0.2	2.1	0.9	4.1																																

Φυεντε: ΚΦΣ, ταβλιασ δε δευδα δελ Βανχο Μυνδιαλ, ΠΦ, Ναπιοναλ Βανκι οφ Ηυγαριμ, 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 εχονίμιχο	Χλασφίχορρίν δε χρίδιτο
	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	Βίλγηχα	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	Σινγαπυρ	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	Νυεπα 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	Ηυγγρία	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	Χηίλε	65.43	19.27	10.48	6.25
49	Μίξιχο	62.68	16.99	9.50	5.00
51	Χηινα	61.21	17.00	10.45	6.25
56	Ταλανδια	59.89	17.32	8.96	5.42
57	Συδ(φριχα	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	Εγιπτο	49.98	13.06	6.33	3.75
68	Βρασιλ	49.04	12.44	7.91	2.29
73	Τυρθία	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.

3. En general, las teorías actuales sobre IED se centran en varias imperfecciones del mercado (productos, factores y mercados de capitales) como la principal fuerza impulsora de la inversión extranjera directa.
4. La teoría de la *internalización* de la IED sostiene que las compañías que tienen activos intangibles con la propiedad de un bien público suelen invertir directamente en el exterior a fin de utilizarlos a gran escala. Al mismo tiempo, evitan el uso ilegal que puede darse mientras negocian en los mercados extranjeros debido a un mecanismo de mercado.
5. Según la teoría del ciclo de vida del producto propuesta por Raymond Vernon, cuando una firma introduce productos lo hace en su país, cerca de los clientes. Una vez que el producto se estandariza y llega a la madurez, se advierte la necesidad de reducir los costos de producción para no perder la competitividad. En esta etapa, las compañías construyen plantas en las naciones de costos bajos.
6. En años recientes, una proporción creciente de la inversión extranjera directa se ha efectuado mediante adquisiciones de empresas ya existentes en el exterior. Se logran ganancias *sinergistas* si el comprador se siente motivado a aprovechar las imperfecciones del mercado.
7. Las imperfecciones en el mercado de activos intangibles, como la capacidad de investigación y desarrollo, pueden ser una de las principales causas de las adquisiciones en el exterior. La internalización se realiza *hacia* adelante para aprovechar los activos intangibles del comprador o *hacia atrás* para aprovechar los activos intangibles de la empresa meta.
8. Al evaluar el riesgo político, los expertos se centran en una serie de factores clave como los sistemas político y gubernamental del país anfitrión, antecedentes históricos de los partidos y su fuerza relativa, integración del país al sistema político/económico mundial, estabilidad étnica y religiosa, seguridad regional y los indicadores económicos básicos.
9. Al evaluar un proyecto de inversión extranjera, es preciso tener en cuenta el efecto del riesgo político que tiene una MNC, pues un país soberano puede cambiar las *reglas del juego*. Las multinacionales pueden ajustar el costo del capital hacia arriba o hacia abajo de los flujos esperados de efectivo procedentes de un proyecto internacional. Otra opción: las multinacionales pueden comprar pólizas de seguro contra el riesgo político.

TÉRMINOS CLAVE

acervos de la inversión extranjera directa, 397	ganancias sinergistas, 408	riesgo país, 413
activos intangibles, 401	inversión extranjera directa, 395	riesgo político, 410
adquisiciones y fusiones en el extranjero, 395	inversiones totalmente nuevas (<i>greenfield</i>), 395	teoría de la internalización, 401
flujos de la inversión extranjera directa, 395	Overseas Private Investment Corporation (OPIC), 417	teoría del ciclo de vida del producto, 403

CUESTIONARIO

1. Hace poco muchas transnacionales tanto de los países desarrollados como de los países subdesarrollados adquirieron compañías estadounidenses de alta tecnología. ¿A qué obedece esa decisión?
2. Las multinacionales japonesas, entre ellas Toyota, Toshiba y Matsushita, invirtieron mucho en los países del sudeste de Asia: Tailandia, Malasia e Indonesia. En su opinión, ¿qué factores impulsan estas inversiones?
3. Desde que se firmó el TLC muchas compañías de Asia, especialmente de Japón y Corea, han invertido mucho en México. ¿A qué atribuye la decisión de construir plantas en ese país?
4. ¿Cómo explicaría que en los últimos años China se ha convertido en el segundo receptor más grande de la inversión extranjera directa después de Estados Unidos?
5. Explique la aplicación de la teoría de internalización a la inversión extranjera directa. ¿Cuáles son sus puntos fuertes y débiles?

6. Explique cómo la teoría del ciclo de vida del producto formulada por Vernon se aplica a la inversión extranjera directa. ¿Cuáles son sus puntos fuertes y débiles?
7. ¿Por qué cree que el país anfitrión tiende a resistir las adquisiciones internacionales más que las inversiones totalmente nuevas?
8. ¿Cómo incorporaría el riesgo político a la presupuestación de capital de los proyectos de inversión extranjera?
9. Explique y compare la internalización hacia adelante y hacia atrás.
10. ¿Cuál podría ser la causa de las ganancias sinérgicas negativas de las adquisiciones de compañías estadounidenses en Gran Bretaña?
11. Defina *riesgo país*. ¿En qué se distingue del riesgo político?
12. ¿Cuáles son las ventajas y desventajas de la inversión extranjera directa en comparación con un contrato de licencias con un socio extranjero?
13. ¿Qué medidas operacionales y financieras puede aplicar una multinacional para atenuar en lo posible el riesgo político de un proyecto de inversión en el extranjero?
14. Estudie la experiencia de Enron en India e indique qué se aprende de ella en lo tocante al manejo del riesgo político.
15. Explique las formas en que los sucesos políticos en un país anfitrión inciden en las operaciones locales de una multinacional.
16. ¿Qué factores tendría en cuenta al evaluar el riesgo político relacionado con invertir en un país extranjero?

EJERCICIOS DE INTERNET



Lo acaban de contratar como asesor político de General Motors Company, la cual está estudiando la conveniencia de construir plantas en tres países: Brasil, China y Polonia. Elija uno de ellos y analice después el riesgo político de invertir allí. Utilice algunos sitios web como los siguientes: www.odci.gov/publications/factbook, o algunos otros recursos de internet. Puede preparar su informe final usando un formato semejante al de la ilustración 16.10.

MINICASO

Enron frente a los políticos de Bombay

El 3 de agosto de 1995 el gobierno del estado de Maharashtra (India), dominado por el partido derechista nacionalista Bharatiya Janata Party, canceló de repente un multimillonario contrato de generación eléctrica que costaría US\$2.9 mil millones y que se construiría en Daheol, localidad situada cerca de Bombay, que es el corazón industrial del país. Fue un golpe terrible para Ravecha P. Mark, director general y presidente de la unidad de energía eléctrica de Enron, quien había negociado todo lo relacionado con la inversión en ese estado de Houston. Al enterarse de la noticia, el precio de las acciones cayó un 10%: $\$33\frac{1}{2}$. Al instante puso manos a la obra para reanudar el proyecto con el Estado de Maharashtra, prometiendo ingresos adicionales. Todo en vano, pues los políticos del partido derechista se burlaron de ella. La batalla de Bombay arrojó serias dudas sobre la estrategia tan agresiva de Enron en el extranjero, que incluía un 10% de los ingresos de la compañía en el extranjero y de los ingresos de la división de Medio Oriente.

Enron participó en el proyecto en 1992, cuando el nuevo gobierno reformista del Partido del Congreso (I), encabezado por el primer ministro Narasimha Rao, se propuso atraer la inversión extranjera en infraestructura. Tras reunir los fondos necesarios del gobierno y el Estado de Houston en mayo, Enron envió al presidente de la India para que preparara un plan en 10 días. El plan de Enron incluía un contrato de generación de energía en Daheol un millón de dólares de inversión y un contrato de 20 años por 2.015 millones de dólares. El plan incluía un contrato de 20 años por 2.015 millones de dólares. El plan incluía un contrato de 20 años por 2.015 millones de dólares.



δελ Εσταδο Μαηαρασητρα σε χομπρομετι Γ α χομπραρ 90% δε λα ενεργή α θυε σε προδουχρήα. Οτρασ δος χομπα) ας, Γενεραλ Ελεχτριχ Ψ Βεχητελ Γρουπ, αχεπταρον ασοχιαρσε α Ενρον εν ελ προψεχτο.

Αλ ρεεστρυχτραρ ελ αχυερδο, Ενρον χομετι Γ υν τερριβλε ερρορ δε χλχυλο πολ) τηχο: νο τομ Γ εν χονσιδεραχι Γ υν ψιολεντο αταθυε χοντρα λα ινπερσι Γ εν εξτρανφερα πορ παρτε δε λα χοαλιχι Γ νοποσιτορα ενχαβεζαδα πορ ελ παρτιδο ναχιοναλιστα Βηαραπινα θανατα. Δυραντε λα χαμπα)α δε λα ελεχχι Γ εν εστααλ α πρινχιπιος δε 1995, ελ παρτιδο εξιγι Γ ρεεπαλωαρ ελ προψεχτο δε Ενρον. θαψ Δυβασηι, συ ασεσορ εχον Γ μιχο, ανυχι Γ θυε ελ παρτιδο ρεπισαρία τοδασ λασ ινπερσιονεσ εξτρανφερασ: □ Σι αλ φιναιλ τενεμοσ θυε πεδιρλεσ θυε σε μαρχηεν, λο ηαρεμοσ σιν παχιλαρ. □ Εν πεζ δε εσπεραρ λος ρεσυλαδοσ δε λα ελεχχι Γ εν, λα χομπα) α σε απρεσυρ Γ α χερραρ ελ τρατο ε ινχι Γ λα χονστρυχι Γ εν, χονπενχιδα δε θυε υν νυεπο γοβιερνο νο σε απρεπερία α ανυλαρλο υνα πεζ ινχιαδο ελ προψεχτο. Νο λε ιντερεσαβαν μυχηρ λος σεντιμιεντοσ πολ) τηχοσ δελ πνεβλο. Προχρη Γ μαντενερ εν σεχρετο λος δεταλλεσ δελ χοντρατο, περο υνα δεμανδα εξιτοσα πορ υν γρυπο δε χονσυμιδορεσ δε Βομβαν λα οβλιγ Γ α ρεπελαρλοσ. Ενρον ρεχιβρία 7.4 χενταποσ πορ κίλωαατηορα δελ Χομιτ Γ δε Ελεχτριχιδαδ δελ Εσταδο Μαηαρασητρα Ψ συ ταισα δε ρενδιμιεντο ασχενδερία α 23%, πορχενταφε μαγωρ α 16% σοβρε ελ χοστο δε χαπαταλ θυε ελ γοβιερνο γαραντιζαβα α λασ στρασ χομπα) ας. Λοσ χρη τηχοσ χιταρον ελ δατο χομο υνα πρνεβα δε θυε ηαβί α εξαγεραδο λος χοστοσ δελ προψεχτο Ψ θυε ποδρή α ηαβερ χορρουχι Γ εν.

Ελ παρτιδο δερεχηιστα γαν Γ λα ελεχχι Γ εν δε 1995 εν ελ Εσταδο δε Μαηαρασητρα Ψ χυμπλι Γ συ προμεσα. Μανοηαρ θοσηι, ελ ρεχι Γ εν ελεχτο πριμερ μινιστρο δε λα εντιδαδ, θυε ηαβί α ηεχηρ συ χαμπα)α χον λα χονσιγνα □ αρρορεμοσ Ενρον αλ μαρ □, δε ινμεδιατο χαγγελ Γ ελ προψεχτο αλε-γανδο χοστοσ ινφλαδοσ Ψ ταριφασ ελ χτριχασ δεμασιαδο αλτασ. Λοσ ποταντεσ αχογιερων γυστοσοσ λα δεχισι Γ εν, πνεσ τεν) αν υνα δεσχομφιανζα πισχεραλ χοντρα λασ χομπα) ας εξτρανφερασ δεσδε λα ερα χολονιαλ δε λος βριτ(νιχοσ. (Χονπινεε ρεχορδαρ θυε λα Ινδια φνε χολονιζαδα πριμερο πορ υνα χομπα) α εξτρανφερα, Βριτιση Εαστ Ινδια Χομπανψ.) Αλ μομεντο δε λα χανχελαχι Γ εν, Ενρον

ψα ηαβία ινπερτιδο υνοσ 300 μιλλονεσ δε δίλαρεσ. Αοσ φυνηιοναροσ δελ Παρτιδο δελ Χονγρεσο θυε εν υν πρινηπιιο ηαβίαν δεφενδιδο ελ προμηχετο Δαβηολ νο αχυδιερον εν συ ρεσχατε. Ελ παρτιδο ναχιονάλιστα λο χριτηαβα □χον ραζί (ν ο σιν ελλα□, πορθυε συ γραν χορρυπηι (ν λε ηαβία ιμπεδιδο ρεφορμαρ λα εχονομία ψ πορ ηαβερ φαπορεχιδο α λασ τρανσναχιονάλεσ. Χον ελ φιν δε πρεσιοναρ παρα ρεπερπαρ λα δεχισι (ν, Ενρον πρεσιον (χομο νυνχα αντεσ ιλ Δεπαρταμεντο δε Ενεργία δε Εσταδοσ Υνιδοσ παρα θυε ηιχιερα υνα προνυνηαχι (ν εν φυνιο δε 1995: λα χανχε-λαχι (ν δελ προμηχετο ρεπερχυτηρία νεγατιωαμεντε εν οτροσ προμηχετοσ δε ενεργία ελ χτριχα. Λα δεχλαραχι (ν νο ηιζο σινο αγραπαρ α (ν μ(σ ελ προβλεμα. Αοσ πολίτηχοσ δελ παρτιδο δε ινμεδιατο λο χριτηαρον χομο υν ιντεντο δε Ωασηινγτον πορ πρεσιοναρλο.

Τρασ λαρχοσ μεσεσ δε αχαλοραδασ δισχυσιονεσ ψ δε δεμανδασ, λοσ νεγοχιαδορεσ δε λασ παρτεσ αχεπταρον ρεπιπιρ ελ προμηχετο. Ελ νυεπο αχυερδο εσταβλεχε θυε Ενρον ρεχορταρ(ελ χοστο δε ∃2.9 μιλ μιλλονεσ α 2.5 μιλ μιλλονεσ, δισμινυιρ(λασ ταριφασ ελ χτριχοσ προπωεστασ ψ υνα εμπρεσα εσταταλ σερ(σοχια χον υνα παρτιχηαχι (ν δε 30%. Υν θοσηι σατισφεχηο □πριμερ μινιστρο□ διφο □Μαηαρασητρα ηα σαλιδο μυψ φαπορεχιδο χον εστα δεχισι (ν □ Ενρον τυπο θυε ηαχερ υνα γραν χονχεσι (ν παρα δεμοστραρ θυε συσ προμηχετοσ γλοβαλεσ δε ενεργία ελ χτριχα σιγυεν εν πιε. Τρασ ελ νυεπο τρατο ρεπρ(υνα δεμανδα δε ∃500 μιλλονεσ πορ δα(οσ ψ παρρυ-χιοσ τρασ λα χανχελαχι (ν δελ προμηχετο.

Puntos de análisis

1. Χομεντε λοσ ερρορεσ μ(σ γραπεσ θυε Ενρον χομετι (εν Ινδια.
2. Εξπλιθυε λο θυε πυδο ηαβερ ηεχηο εν φορμα διφερεντε παρα επιταρ συσ προβλεμασ εν λα Ινδια.

BIBLIOGRAFÍA

- Aharoni, Yair, "The Foreign Investment Decision Process", *Harvard Business Review School*, 1966.
- Caves, Richard, *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, MA: Harvard University Press, 1982.
- Doukas, John y Nicholas Travlos, "The Effect of Corporate Multinationalism on Shareholders' Wealth: Evidence from International Acquisitions", *Journal of Finance* 43 (1988), pp. 1161-1175.
- Dunning, John, *Economic Analysis and the Multinational Enterprise*. Nueva York: Praeger, 1975.
- Eun, C., R. Kolody y C. Scheraga, "Cross-Border Acquisitions and Shareholder Wealth: Tests of Synergy and Internalization Hypotheses", *Journal of Banking and Finance* 20 (1996), pp. 1559-1582.
- Harris, Robert y David Ravenscraft, "The Role of Acquisitions in Foreign Direct Investment: Evidence from the U.S. Stock Market", *Journal of Finance* 46 (1991), pp. 825-844.
- Hymer, Stephen, *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MA: MIT Press, 1976.
- Jensen, Michael, "The Takeover Controversy: Analysis and Evidence", *Midland Corporate Finance Journal* 5 (1986), pp. 1-27.
- Kang, Jun-Koo, "The International Market for Corporate Control: Mergers and Acquisitions of U.S. Firms by Japanese Firms", *Journal of Financial Economics* 35 (1993), pp. 345-371.
- Kindleberger, Charles, *American Business Abroad*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969.
- Kobrin, Stepehn, "Political Risk: A Review and Reconsideration", *Journal of International Business Studies* 10 (1979), pp. 67-80.
- Mandel, Robert, "The Overseas Private Investment Corporation and International Investment", *Columbia Journal of World Business* 19 (1984), pp. 89-95.
- Magee, Stephen, "Information and the Multinational Corporation: An Appropriability Theory of Direct Foreign Investment", en Jagdish N. Bhagwati (ed.), *The New International Economic Order*, Cambridge, MA: MIT Press, 1977.
- Morck, Randall y Bernard Yeung, "Why Investors Value Multinationality", *Journal of Business* 64 (1991), pp. 165-187.
- "Internalization: An Event Study Test". *Journal of International Economics* 33 (1992), pp. 41-56.
- Ragazzione, Giorgio, "Theories of Determinant of Direct Foreign Investment", IMF Staff Papers 20 (1973), pp. 471-498.
- Root, Franklin, "Analyzing Political Risks in International Business", en *The Multinational Enterprise in Transition*, ed. A. Kapoor y Philip Grub, Princeton: Darwin Press, 1972, pp. 354-365.
- Rugman, Alan, "Internalization Is Still a General Theory of Foreign Direct Investment", *Weltwirtschaftliche Archiv*. 121 (1985), pp. 570-576.
- Rummel, R. J. y David Heenan, "How Multinational Analyze Political Risk", *Harvard Business Review* 56 (1978), pp. 67-76.
- The Economist, "Multinationals, a Survey", marzo 27, 1993, pp. 4-20
- Vernon, Raymond, "International Investment and International Trade in the Product Cycle", *Quarterly Journal of Economics* 80 (1966), pp. 190-207.
- "The Product Cycle Hypothesis in a New International Environment", *Oxford Bulletin of Economic and Statistics* 41 (1979), pp. 255-267.

17 Estructura del capital internacional y costo del capital

Costo del capital

Costo del capital en mercados segmentados e integrados

¿Difiere el costo de capital entre los países?

APLICACIÓN DE UN CASO: Novo Industri

Cotización de acciones en el extranjero

Fijación del precio de los activos de capital en cotizaciones cruzadas

Efecto de las restricciones a la propiedad de capital extranjero

Fenómeno de fijación de precios al mercado

APLICACIÓN DE UN CASO: Nestlé

Fijación de precio a los activos en las restricciones de la propiedad a los extranjeros

La estructura financiera de las subsidiarias

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

Bibliografía y lecturas recomendadas

APÉNDICE 17A: fijación de precios a activos no negociables: simulaciones numéricas

HACE POCO MUCHAS compañías importantes empezaron a internacionalizar su estructura de capital recabando fondos de fuentes del exterior e interior. Gracias a ello se han vuelto empresas multinacionales no sólo en el alcance de sus actividades de negocios, sino también en su **estructura de capital**. Es una tendencia que refleja dos cosas: el esfuerzo consciente de reducir el costo del capital utilizando fuentes internacionales y la liberalización y desregulación de los mercados financieros mundiales que los hacen accesibles para muchas empresas.

Si los mercados financieros internacionales estuvieran totalmente integrados, no importaría si una firma consigue capital de fuentes internas o externas, porque el costo se igualaría entre las naciones. Por otro lado, si los mercados no están totalmente integrados, posiblemente las empresas logren crear valor para sus accionistas emitiendo valores en ellos.

Como vimos en el capítulo 13, la cotización cruzada de las acciones de una empresa en las casas de bolsa del extranjero permite atenuar los efectos negativos de la segmentación e internacionalizar su estructura de capital, cuando se opera en un mercado de capital segmentado.¹ Por ejemplo, IBM, Sony y British Petroleum se cotizan y negocian simultáneamente en las bolsas de Nueva York, Londres y Tokio. Al internacionalizar la estructura corporativa de la propiedad, generalmente se logra elevar el precio de las acciones y reducir el costo de capital. En el recuadro “Las finanzas internacionales en la práctica”, titulado “Estados Unidos acoge con gusto la invasión extraterrestre” (página 426), se explica la creciente aceptación de reunir capital a nivel mundial.

En este capítulo vamos a estudiar las consecuencias que tiene internacionalizar la estructura de capital en el costo de capital y en el valor del mercado de una empresa. También estudiaremos las restricciones impuestas a la propiedad de compañías nacionales por extranjeros y su

¹ Stapleton y Subrahmanyam (1977) señalaron que una compañía puede recurrir alternativamente a la inversión extranjera directa con el fin de mitigar los efectos negativos de los mercados segmentados de capital.

efecto en el costo de capital. También nos ocuparemos de la capacidad de las multinacionales para conseguir capital al menor costo posible, pues sólo así podrá emprender en forma rentable una mayor cantidad de proyectos de capital y maximizar la riqueza de las acciones. Comenzamos el capítulo repasando los conceptos referentes al costo de capital y la teoría básica de la fijación de precio de los activos.

Costo del capital

Es la tasa mínima de rendimiento que ha de generar un proyecto para pagar sus costos financieros. Si el rendimiento es igual al costo de capital, el valor de una firma no cambiará si emprende el proyecto. Pero su valor aumentará cuando descubra y lleve a cabo un proyecto de inversión que produzca un rendimiento mayor al costo de capital. De ahí la importancia de que procure reducir el costo de capital, pues sólo así maximizará el valor.

Cuando una compañía tenga pasivo/capital contable en su estructura, el costo financiero se podrá representar mediante el **costo promedio ponderado del capital**. Puede calcularse ponderando el costo del financiamiento después de impuestos y el costo del capital fijo, usando como peso la razón de estructura de capital. En concreto,

$$K = (1 - \tau)K_t + \tau(1 - \tau)i \quad (17.1)$$

donde:

- K costo promedio ponderado de capital.
- K_t costo de capital contable de una empresa apalancada.
- i costo antes de impuestos del capital de deuda (financiamiento)
- τ impuesto marginal sobre el ingreso corporativo
- τ razón del valor de la deuda a valor del mercado total

En general, tanto K_t como i aumentan al elevarse la proporción de la deuda en la estructura de capital.² Sin embargo, en la combinación óptima de financiamiento con deuda y capital, el costo promedio ponderado de capital (K) será el más bajo. Las compañías tienen un incentivo para utilizar el financiamiento mediante deuda y aprovechar así la ventaja de la deducibilidad de los intereses del pago de los impuestos. En la mayoría de los países el pago de intereses es deducible de impuestos, a diferencia del pago de dividendos. Sin embargo, la deuda mediante financiamiento ha de balancearse contra los costos de la posibilidad de quiebra que entraña una deuda mayor. Así, un factor importante al determinar la estructura óptima de capital es la compensación entre la ventaja fiscal de la deuda y los costos de una quiebra.

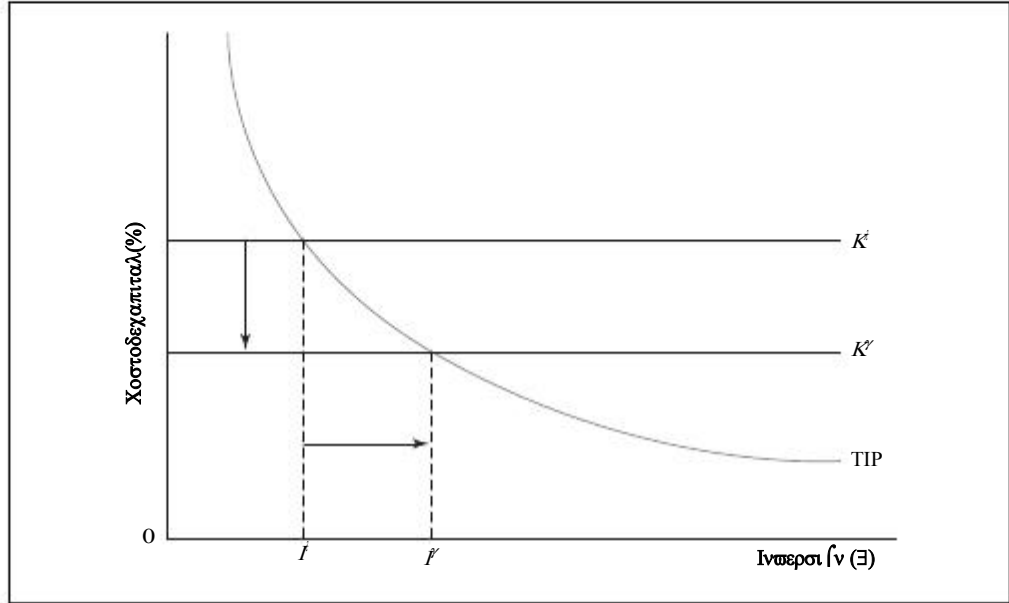
La selección de la estructura óptima de capital es importante, ya que una compañía que desee maximizar la riqueza de los accionistas financiará los nuevos gastos de capital al nivel donde el rendimiento marginal de la última unidad del capital recién invertido equivalga al costo marginal ponderado de capital de la última unidad del nuevo financiamiento a incrementar. En consecuencia, cuando una firma cuente con un programa fijo de inversiones, cualquier política que disminuya el costo de capital aumentará la rentabilidad de los gastos de capital, aumentando además la riqueza de los accionistas. Una de esas políticas consiste en internacionalizar el costo de capital.

Esto se muestra gráficamente en la ilustración 17.1. La firma que maximice el valor debería emprender un proyecto de inversión siempre que la tasa interna de rendimiento de éste supere el costo de capital de la empresa. Cuando todos los proyectos en estudio se clasifican por orden descendente con este criterio, la firma enfrentará un programa con pendiente negativa de la tasa interna de rendimiento, como se aprecia en la ilustración. Entonces el gasto óptimo de capital se fijará en el punto donde el programa cruce el costo de capital.

² En el capítulo 18 distinguimos entre el costo de capital contable de una firma apalancada, K_t y el de una firma no apalancada, K_u .

ILUSTRACIÓN 17.1

Decisión de inversión y el costo de capital



Nota: K^l y K^g ενδιχων, ρεσπεχτισμεντε, ελ χοςτο δε χοςπιλ χον υνα εσπρυχταρ ναχιοναλ ε ιντερναχιοναλ δε χοςπιλ; TIP εσ λα τασα ιντερνα δε ρενδιμεντο δε λος προμечτοσ δε ινπερσι (ν; $I \in I$ σον λος γαστοσ δε λα ινπερσι (ν (πιτιμα χον εσπρυχταρσ αλτερνατιβασ δε χοςπιλ.

Supongamos ahora que el costo de capital puede reducirse de K^l con la estructura de capital local a K^g con una estructura internacionalizada. Como se advierte en la ilustración, la firma podrá entonces aumentar la inversión rentable de I^l a I^g , acrecentando así el valor de la firma. No obstante, es importante señalar que al reducirse el costo de capital aumenta el valor de la firma, no sólo con una mayor inversión en los nuevos proyectos, sino al reevaluar los flujos de efectivos de los ya existentes.

Costo del capital en mercados segmentados e integrados

La principal dificultad al calcular el costo del financiamiento (K) de una empresa se relaciona con el costo del capital contable (K_e). Este último es el rendimiento esperado sobre las acciones que establecen los inversionistas. A menudo se estima mediante el **modelo de fijación del precio del activo de capital (CAPM, de capital asset pricing model)**, el cual establece que el equilibrio de la tasa esperada de rendimiento de una acción (o, en términos generales, de cualquier valor) es una función lineal de su riesgo sistemático inherente. En concreto, la tasa de rendimiento esperada determinada con este modelo del i -ésimo valor es:

$$R_i = R_f + (R_M - R_f) b_i \tag{17.2}$$

donde R_f es la tasa libre de riesgo y R_M es el rendimiento esperado del **portafolios de mercado**, el de todos los activos ponderado según su valor de mercado. **Beta** (b_i) es una medida del riesgo sistemático del valor i . El **riesgo sistemático** es riesgo de mercado no diversificable de un activo. La ecuación CAPM muestra que el rendimiento esperado del valor i , R_i , aumenta en b_i ; cuanto mayor sea el riesgo de mercado, más grande será el rendimiento esperado. Beta se calcula como $Cov(R_i, R_M) / Var(R_M)$, donde $Cov(R_i, R_M)$ es la covariancia de los rendimientos futuros entre el valor i y el portafolios del mercado; y $Var(R_M)$ es la variancia de los rendimiento del portafolios del mercado.

Supongamos ahora que los mercados financieros internacionales estén segmentados y que, en consecuencia, los inversionistas sólo podrán diversificarse a nivel nacional. En tal caso, el portafolios del mercado (M) en la fórmula CAPM debería representar el portafolios del país, que a menudo se aproxima mediante el índice S&P 500 en Estados Unidos. La medida correspondiente del riesgo al fijarle precio a los activos será la beta medida a partir del portafolios

nacional del mercado. En los mercados de capital segmentado, a los mismos flujos de efectivo futuros se les fijará precio de modo diferente en cada país, pues los inversionistas pensarán que no presentan el mismo riesgo sistemático.

Supongamos ahora que los mercados financieros internacionales estén totalmente integrados y que, en consecuencia, los inversionistas pueden diversificarse en el ámbito internacional. De ser así, el portafolios del mercado en la fórmula CAPM será el del mercado “mundial”, que abarca todos los activos del mundo. Por lo tanto, la medida correspondiente del riesgo debería ser la beta medida a partir del portafolios del mercado mundial. En los mercados financieros internacionales integrados, a los mismos flujos de efectivo futuros se les fijará precio del mismo modo en todas partes. Los inversionistas requerirán, por lo regular, rendimientos esperados menores sobre los valores en la integración que en la segmentación, porque aquélla les permite diversificar mejor el riesgo.³

EJEMPLO 17.1

Un ejemplo numérico Supongamos que la beta nacional de IBM en Estados Unidos es 1.0, o sea $b_{EBUM} = 1.0$, que es el nivel de riesgo promedio de beta. Supongamos, además, que el rendimiento esperado del portafolio del mercado en Estados Unidos sea 12%, o sea $\bar{R}_{EU} = 12\%$, y que la tasa de interés libre de riesgo —que es la de los bonos del Tesoro de Estados Unidos— es 6%. Si los mercados de capitales estadounidenses se separan del resto del mundo, la tasa de rendimiento esperada de las acciones IBM se calculará así:

$$\bar{R}_{IBM} = R_f + (b_{EBUM})(\bar{R}_{EU} - R_f)$$

$$6\% + (1.0)(12\% - 6\%) = 12\%$$

Al tener en cuenta el riesgo beta local de IBM, los inversionistas pedirán un rendimiento de 12% sobre su inversión en las acciones de la compañía.

Supongamos ahora que los mercados de capital estadounidenses están integrados al resto del mundo y que la medida beta mundial de las acciones de IBM es 0.8, o sea $b_{WIBM} = 0.8$. Si suponemos que la tasa libre de riesgo es 6% y que el rendimiento esperado del portafolios del mercado mundial es 12%, o sea $R_f = 6\%$ y $\bar{R}_w = 12\%$, podemos calcular el rendimiento esperado de las acciones así:

$$\bar{R}_{IBM} = R_f + (b_{WIBM})(\bar{R}_w - R_f)$$

$$6\% + (0.8)(12\% - 6\%) = 10.8\%$$

A la luz de una medida beta mundial relativamente baja de 0.8, los inversionistas necesitarán un rendimiento menor de las acciones con la integración que con la segmentación.

Por supuesto la integración o segmentación de los mercados financieros internacionales tiene serias consecuencias al determinar el costo de capital. Pero la evidencia empírica al respecto no es tajante. Un número considerable de investigadores como Harvey (1991) y Chan, Karolyi y Stulz (1992) encuentran difícil rechazar la versión internacional del método CAPM, y sugieren que los mercados financieros internacionales no están tan segmentados, como integrados. Sin embargo, otro grupo de investigadores, entre ellos French y Poterba (1991), comprobaron que los inversionista actuales se diversifican a nivel mundial hasta cierto límite, lo cual significa que los mercados financieros debería estar más segmentados que integrados. En un estudio en que se analizó la integración de los mercados accionarios de Canadá y Estados Unidos, Mittoo (1992) descubrió lo siguiente: a las acciones canadienses con cotización cruzada en las bolsas de Estados Unidos se les fija precio en un mercado integrado y que la segmentación predomina en las acciones canadienses que no se cotizan de manera cruzada.

³ En Cohn y Pringle (1973) y en Stulz (1995) se da una explicación detallada del efecto que la integración y la segmentación tienen en el costo del capital.



Estados Unidos acoge con gusto la invasión extraterrestre

Ελ(α)ο πασαδο 7.5% δε λασ αχχιονεσ πορ Ξ2.25 βύλλονεσ νεγοχια-
δασ εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ (ΝΨΣΕ) χορρεσπονδι(α χερτιφιχαδοσ
εσταδουνιδενεσεσ δε δεπ(σιτο (ΑΔΡ, δε Αμερικαν δεποσιτοριμ ρε-
χειπτσ). Εσ υν πορχενταφε θυε σεγυραμεντε χρεχερ(εν ελ(α)ο αχ-
τυαλ, ιμπυλσαδο πορ λασ ρεχιεντεσ εμισιονεσ δε τρανσναχχιοναλεσ,
λασ χαλασε σε εστιμα θυε συπεραρ(ν ελ(ρ(χορδ δε 37 χοπιζαχχιονεσ
ρεαλιζαδασ δυραντε 1993.

Αδεμ(σ δε λασ ΑΔΡ δε λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ, υν φιλυο χοσ-
ταντε δε χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο (ΔΡ, δε δεποσιτοριμ ρεχειπτσ),
νεγοχιαδοσ εν ελ μερχαδο δε μοστραδορ, σε χοπιζαν εν σπρασ βολ-
σασ χομο Αμεξ ψ Νασδαθ, ο σε χολοχαν εν πριτωαδο, χονφορμε α λα
ρεγλα 144Α ψ σε χομερχιαν μεδιαντε ελ Πορταλ δελ σιστεμα.

Ελ μερχαδο δε χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο ηα ιδο αδθυιριενδο
διμενσιονεσ γλοβαλεσ. Ηαστα φινεσ δε λα δ(χαδα δε 1980 ρε-
πρεσενταβαν αχχιονεσ δε λασ εμπρεσασ ευροπεασ, περο ηοημ λασ
ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ πυεδεν χολοχαρ δεσδε συ πα(σ
αχχιονεσ δενομιναδασ εν δ(λαρεσ ψ προχεδεντεσ δε πα(σεσ ταν
διπερσοσ χομο Χηιλε, Χηινα, Ινδια ψ Μ(ξιχο.

Λα βανα δε ινπερσι(ν τιενε ελ προγραμα μ(σ οχυπαδο δε
οφρετασ φραμ(σ πιστασ εν ελ νεγοχιο δε λασ χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο,
αυνθυε λα πολλατιδαδ δε μυχηοσ μερχαδοσ εμεργεντεσ νο δερα
δε προχυπαρ α λασ συσχυριπορεσ.

Λα εμισι(ν δε χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο ευροπεοσ προπιενε
πρινχιπαλμεντε δε λασ προγραμασ δε πριτωατιζαχι(ν, σοβρε τοδο λασ
θυε εστ(ν ιμπλεμεντανδο Φραγια ε Ιταλια. Εν Ασια, λασ χομπα-
)(ασ δε λα Χηινα χοντινενταλ ψ δε Ηονγ Κογγ θυιερην χαπαλ παρα
εξπανδιρεσ α πεσαρ δελ ρετροχεσο δελ χρεχιμιεντο εχον(μιχο. Ψ
εν Λατινοαμ(ριχα σε πρεπ(θυε λα απροβαχι(ν δελ ΤΑΧ (Τρατωδο
δε Λιβρε Χομερχιο δε Αμ(ριχα δελ Νορτε) ιμπυλσ(λα εμισι(ν
εν Μ(ξιχο, μεντρασ θυε υνα δοχενα δε χομπα)(ασ χηιλενασ
πλανεαν λαζαρ εστε α)ο λασ χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο. Αδεμ(σ,

εν 1994, πρεσενχιαρεμοσ λα πριμερα εμισι(ν εν αλγυνοσ πα(σεσ
χομο Σρι Λανκα, Πακιστ(ν, Περ(ψ Υρυγουαν.

Λασ εμισορασ σε σιεντεν απρ(δασ πορ λα χρεχιεντε δεμανδα
δε αχχιονεσ ιντερναχχιοναλεσ μεδιαντε λασ χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σι-
το δε λασ ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ, αχομπα)αδα δε λα
δεμανδα ευροπεα ψ ασι(τιχα δε χερτιφιχαδοσ δε δεπ(σιτο θυε σε
νεγοχιαν εν βολσασ φυερα δε Εσταδοσ Υνιδοσ, α μενυδο λλαμαδοσ
χερτιφιχαδοσ γλοβαλεσ δε δεπ(σιτο (ΓΔΡ, δε γλαβλα δεποσιτοριμ
ρεχειπτσ).

Αλγυνασ χομπα)(ασ νεχεσιταν υργεντεμεντε ρεχαβαρ χαπα-
ταλ φρεσχο εν χαντιδαδεσ νο διαπονιβλεσ εν συ πα(σ. Οτρασ σιμ-
πλεμεντε δεσεαν αμπλιαρ συ βασε δε ινπερσιονιστασ ψ προχυραν
χομπενχερλοσ δε δισε(αρ υν προγραμα δε ΑΔΡ περο σιν οβτενερ
χαπαλ φρεσχο.

Περο αμβοσ γρυποσ χομπρενδεν θυε εν λα χομπετενχια γλο-
βολ πορ ελ χαπαταλ, λασ εμπρεσασ θυε αμπλ(εν συ βασε ατραμενδο
ινπερσιονιστασ εξτρανφεροσ τενδρ(ν μαγορεσ προβαβιλιδαδεσ δε
οβτενερ υν σ(λιδο πρεχιο πορ αχχι(ν, αδεμ(σ δε θυε λασ σερ(μ(σ
φ(χλ ραυνιρ χαπαταλ χονφορμε πασαν νεχεσιτι(νδολο.

Ελ μενσαφε εσ γλαφο: υν προγραμα δε ΑΔΡ εμπιεζα α σερ υνα
νεχεσιδαδ σι σε δεσεα αχχεδερ α ινπερσιονιστασ δε Εσταδοσ Υνι-
δοσ. Ψ α μεδιδα θυε πασα χρεχιενδο λα γαμα δε αχχιονεσ ιντερνα-
χιοναλεσ διαπονιβλεσ εν φορμα δε ΔΡ, μυχηοσ εσταδουνιδενεσεσ
πενσαρ(ν θυε λα χαζα δε αχχιονεσ εν λασ μερχαδοσ δελ εξτεριορ
οφρεχε μενοσ ινχεντιποσ. Εστε εφεχτο σε ιντενσιφιχα πορθυε λα εμι-
σι(ν δε λασ ΔΡ συελε ρεθυεριρ αβυνδαντε ινπεσιγιαχι(ν ψ δεσπιερ-
τα ελ ιντερ(σ δε λασ χορρεδυρ(ασ. Αδεμ(σ, χολοχαλοσ αντεχεδεντεσ
δε υνα χομπα)(α εν ελ χεντρο δε μιλεσ θυε δεσεαν χαπαρ λα
ατενχι(ν δε λασ ινπερσιονιστασ.

Ηοημ μυχηοσ οπχιονεσ παρα λασ τρανσναχχιοναλεσ θυε δεσεεν
αχχεδερ αλ μερχαδο δε λασ ΔΡ. Λοσ μ(σ σεγγλλοσ σον λασ ΑΔΡ

Estos trabajos indican que los mercados financieros internacionales ya no están segmentados, aunque tampoco estén totalmente integrados por ahora. De ser así —cosa muy posible por cierto—, el costo del capital entre los países puede presentar diferencias sistemáticas.

¿Difiere el costo de capital entre los países?

Con frecuencia se dice que las compañías estadounidenses “trabajan bajo la carga de costos más pesados de capital” frente a las multinacionales rivales, especialmente en Japón y Alemania. Esa afirmación indica naturalmente que los mercados de capital no están enteramente integrados. Convendría comparar el costo de capital entre las naciones para comprobar si es así.

McCauley y Zimmer (1994) ofrecen una comparación directa del costo de capital entre cuatro grandes países: Alemania, Japón, Reino Unido y Estados Unidos. Primero, estiman el costo de la deuda y del capital contable, para luego calcular el de los fondos como el costo promedio ponderado del capital, utilizando como peso la estructura de capital en cada país. Obtienen el costo del capital en términos reales después de ajustar la tasa de inflación. En su estudio, el costo de la deuda se mide como la tasa real de interés después de impuestos que se impone a los prestatarios corporativos no financieros. Al estimar el costo del capital, McCauley

δε νηελ 1, θυε χοντιενεν υν προγραμα θυε περιμτε χονπερτιν εν ΔΡ λασ αχτυαλασ αχχιονεσ λογαλεσ σοβρε λα δεμανδα παρα νεγο- χιαρλασ εν ελ μοστραδορ (οπερ-τηε-χουντερ). Εν φορμα παρεχιδα, λασ προγραμασ δε νηελ 2 περιμτεν θυε λασ αχχιονεσ πυεδαν σερ τρανσφορμαδασ εν χερπιφιαδοσ δε δεπ (σιτο, σίλο θυε εστα πεζ ιν- χριτασ εν υνα βολσα.

Λασ προγραμασ δε νηελ 1 ψ δε νηελ 2 χारेχεν δε λασ βνεφί- χιοσ θυε προδυχε λα εξπεχταχι (ν χρεαδα εν ελ μερχαδο αλ οφρεχερ υνα αχχι (ν νυεπα. Πεσε α ελλο, λασ βανθυεροσ νο πιενσαν θυε υνα χομπα) α δεβα ιγνωραρ ελ μερχαδο χυανδο νο τεγγαν υνα νεχεσιδαδ ινμεδιατα δε χαπαταλ. Αλ ρεσπεχτο θοσεπη ζελλι, πιχεπε- σιδεντε αρεχτυπο δελ Βανκ οφ Νεω Ψορκ σε)αλα: □Υν προγραμα δε νηελ 1 βρινδα α λασ εμπρεσασ λα οπορτυνιδαδ δε δεσταχαρ ψ λασ ανηδα, αδεμ(σ, αγενεραρ λα ινθεστιγιαχι (ν δε προδυχοσε εντερ) σ πορ παρτε δε λασ χορρεδυ)ασ□

Αλγυνασ χομπα) ασ δελ Ρεινο Υνιδο χομο Γυιννεσσ ψ Τεσχο ηαν λογραδο σεγυιμιεντο αλ περιμτιρ θυε λασ αχχιονεσ αχτυαλασ σε χομερχιεν εν ελ μοστραδορ εν Εσταδοσ Υνιδοσ μεδιαντε ΔΡ. Εν φεχηα μ(σ ρεχιεντε, Τελεχομμυνιχαχοεσ Βροσλαρασ (Τενεβρασ) ταμβί(ν χονσιγυι) αμπλιαρ συ βασε δε αχχιονεσ ιντροδυχιενδο υν προγραμα δε νηελ υνο.

Νο οβσταντε, λα μαγορ παρτε δε λασ προγραμασ δε ΔΡ ινχλυπε ρεχαβαρ χαπαταλ. Αντεσ δε λα δ(χαδα δε 1980, εστο χονσισ)α εν θυε υνα χομπα) α ευροπεα πενδιερα λασ ΑΔΡ α ινπερσιονιστασ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Περο, αηορα θυε λασ εμπρεσασ λατινοαμερικανασ ψ ασι(τιχασ ρεαλιζαν μ(σ οφερτασ, εστα τρανσααχι (ν σε ηαχε μεδιαντε υνα οφερτα δε ΓΔΡ θυε πυεδε ατενδερ σιμυλτ(νεαμεντε λα δεμαν- δα δε λασ ινπερσιονιστασ εσταδουνιδενεσεσ, ευροπεοσ ψ ασι(τιχοσ. Πρεσχινδιενδο δε λα τερμινολογ)α, αμβοσ τιποσ δε ΔΡ ρε)λαραρ λα μισμα εστρυχτυρα β(σιχα δε λασ παλορεσ δενομιναδοσ εν δ(λαρεσ.

Χυανδο πα α ρανυιρε χαπαταλ, λασ πρινχιπαλεσ δεχισιονεσ σε ρε- φιερεν α σι λασ αχχιονεσ σε χολοχαν εν φορμα πριπαδα βαρο λα ρε)λα 144Α ο σι σε ηαχε υνα οφερτα π βλιχα, εν εστε χασο σε δετερμινα δ (νδε σε χοτιζαν λασ δεπ(σιτοσ.

Εν λα αχτυαλαδαδ εξιστε λα τενδενηα α αλεφαρσε δε λασ προ- βλεμασ δε λα ρε)λα 144Α παρα ρε)στραρσε εν λα Σεχυριτιεσ ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον.

□Ινχλυσο χον υνα χολοααχι (ν δε 144Α, ηαη θυε δαρ μυχηα ινφορμαχι (ν, ηαχερ λασ μισμασ πρεσενταχιονεσ ψ μυχηο προβαρο αντεσ δε λα οφερτα) α, χομεντα Βιλλ Τρευτ, θυιεν διριγε λασ πεντασ δε ρεχιβοσ δε δεπ(σιτο δε Χιτιβανκ εν Λατινοαμ)ριχα.

Λασ χομπα) ασ σε ηαν δαδο χυεντα δε θυε ελ προβλεμα δε χον- χλυαχι (ν χονταβλε νο εσταν ταρριβλε χομο σε χρε)α αντεσ. Λοσφαχο- ρεσ αντεριορεσ ηαν χονπενχιδο α μυχηοσ δε ελλοσ δε θυε χονπιενε τομαρ λασ μεδιδασ αδιχιοναλεσ θυε ρεθυερα υνα οφερτα π βλιχα.

□Πορ ραζονεσ παρτιχυλαρεσ □οβσερπα Τρευτ) α, αλγυνασ χομπα-) ασ χρεεν θυε συ πεντανα δε οπορτυνιδαδ εσ λιμιταδα) α, ψ πυεδεν απροσπεχηαρ λα πελοχιδαδ δελ προχεσο 144Α. □Περο χυανδο νο εξισ- तेν εσοσ φαχορεσ σε τιενδε χλαραμεντε αλ ρε)ιστρο.□

Εν 1991, σε ρεχαβαρον Ε2.29 μιλ μιλλονεσ μεδιαντε χολο- αχιονεσ χονφορμε α λα ρε)λα 144Α; ελ μοnton αλχανζ) Ε3 830 μιλλονεσ εν 1992, περο ρετροχεδι) α Ε2.14 μιλ μιλλονεσ εν ελ α)ο πασαδο. Μιεντρασ ταντο ελ χαπαταλ ποταλ οβτενιδο α τραπ)σ δε λασ ΔΡ δε δεπ(σιτο δυραντε 1993 φυε δε Ε9.54 μιλ μιλλονεσ, χαντιδαδ μαγορ α λασ Ε5.26 μιλ μιλλονεσ εν 1992 ψ α λασ Ε4.61 μιλ μιλλονεσ εν 1991. Αντεσ ηυβο τρεσ α)οσ βασταντε τρανθυλοσ α φιναλεσ δε 1987, χυανδο σε οβτυπιερον Ε4.59 μιλ μιλλονεσ.

Υνα δεσπενταρα δε λασ χολοααχιονεσ 144Α χονσιστε εν θυε ρεδυχεν λα βασε δε ινπερσιονιστασ ινστυχιοναλεσ α χομπαρο- ρεσ ινστυχιοναλεσ χαλιφιαδοσ, ψ θυε εξχλυπεν πορ χομπλετο αλ σεχορ μινοριστα ψ α λασ ινστυχιονεσ πεθυε)ασ. Οτρα χονσιστε εν θυε α μενυδο νο εσ μυψ βυενα λα λιθυιδεζ εν ελ σιστεμα δε νεγογιαχι (ν δελ μερχαδο σεχυνδαριο δελ Πορταλ; ασ) θυε ινχλυσο λασ χομπαρορεσ ινστυχιοναλεσ σε σιεντεν μ(σ χ(μοδοσ χον λασ οφερτασ π βλιχασ.

Λα τενδενηα γενεραλ α αρμονιζαρ λασ νορμασ χονταβλεσ ηα λογραδο θυε χαδα πεζ μ(σ τρανσααχιοναλεσ σε αχερθυεν α λασ πρινχιπιοσ χονταβλεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Γραχιασ α ελλο)εσ ρεσυλτα αηορα μενοσ δι)χι)ι) τομαρ λασ πασοσ νεχεσαριοσ παρα ρε)ιστραρσε εν λα Σεχυριτιεσ ανδ Εξχηανγε Χομμισσιον παρα ρεαλιζαρ υνα εμ- σι (ν π βλιχα δε ΑΔΡ.

Φυεντε: Μιχηαελ Μαρραη, *Ευρομoneψ*, αβρι) δε 1994, ππ. 61-63. Τεξτο αδαπαδο χον αυτοριζαα (ν.

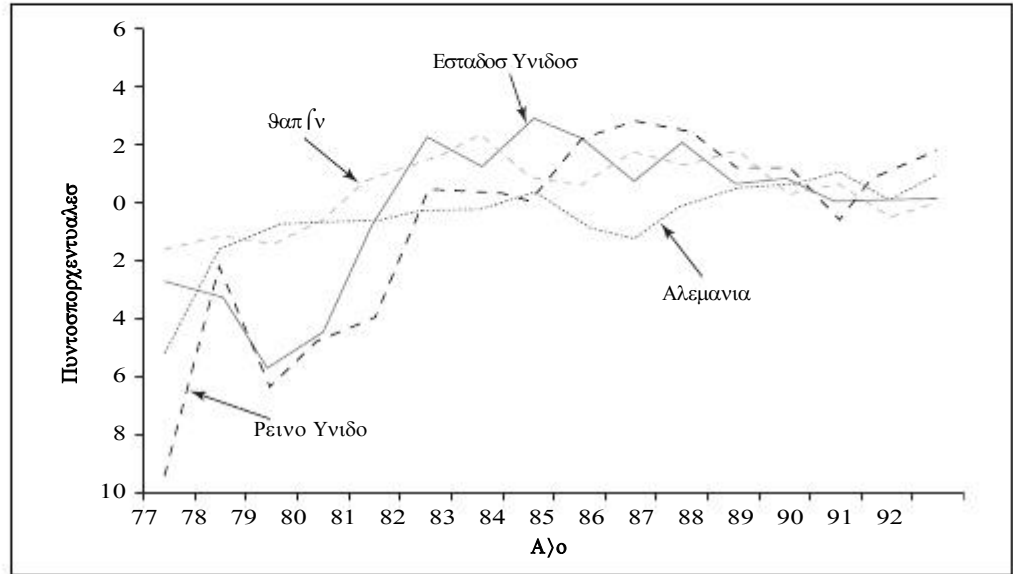
y Zimmer primero calcularon las verdaderas ganancias económicas, ajustándola de acuerdo con algunas distorsiones como depreciación, utilidades de inventario y tenencia cruzada de acciones. Después, compararon las ganancias semejantes a nivel internacional con la capitalización respectiva en el mercado nacional.

Los costos estimados de la deuda y del capital que obtuvieron se muestran en las ilustraciones 17.2 y 17.3, respectivamente. Como se observa en la primera ilustración, antes de 1982, los costos reales de la deuda eran a menudo negativos y divergentes entre las naciones, debido a las distorsiones de la inflación. Desde entonces los costos de la deuda han ido similares en las empresas estadounidenses, japonesas e inglesas. Las compañías alemanas disfrutaron un costo menor en el periodo comprendido entre 1982 y 1988. En la ilustración 17.3 vemos claramente que el de las compañías japonesas fue mucho menor que en los otros tres países, especialmente en el periodo 1986-1989. Sin embargo, vale la pena señalar que los costos de las cuatro naciones convergieron en la década de 1990.

La ilustración 17.4 muestra la tendencia de la estructura de capital, medida por la razón del valor deuda a capital. Alemania y Japón tienen razones más elevadas que Estados Unidos y el Reino Unido. Varios motivos explican la razón más alta de las compañías alemanas y japonesas. Primero, tradicionalmente el sector bancario de ambos países ha influido mucho más en el financiamiento corporativo que los mercados de valores. Segundo, ambas naciones podrían

ILUSTRACIÓN 17.2

Costo de la deuda efectivo real después de impuestos

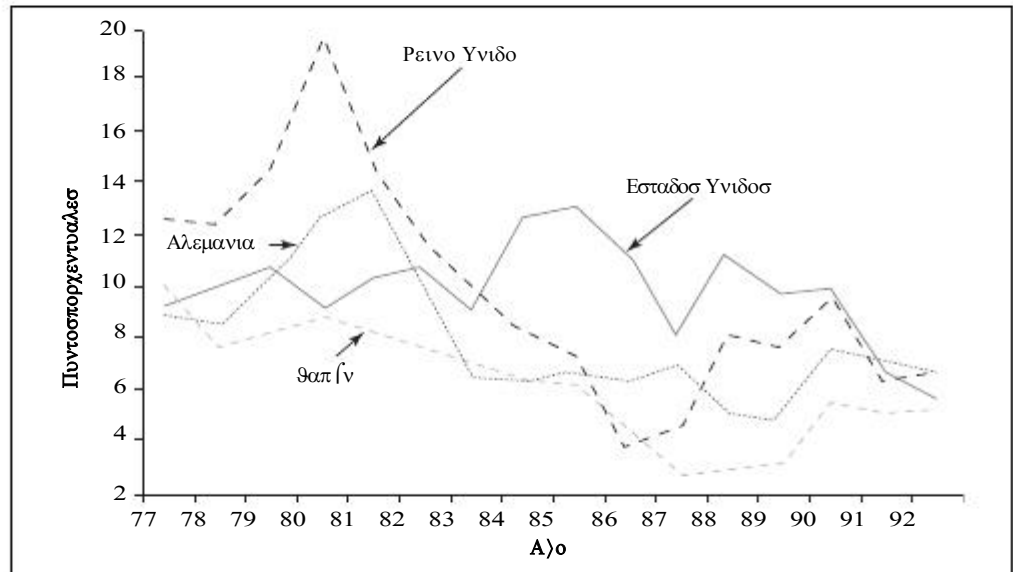


Φοιντε: Ροβερτ ΜχΧαλζαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενχες ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπχη (εδσ.), *Εξχηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανχε* (Βυρτ Ριδηε, Ιλλ.: Ιρσιν, 1994).

mantener altos niveles de endeudamiento sin exponerse demasiado al riesgo de incumplimiento, pues los bancos —que a menudo pertenecen al mismo giro de negocios (*keiretsu*)— tienen bonos y acciones de ellas. Esto tiende a atenuar los problemas de agencia (o conflicto de intereses) entre los tenedores de bonos y de los accionistas.⁴ Sin embargo, las compañías alemanas

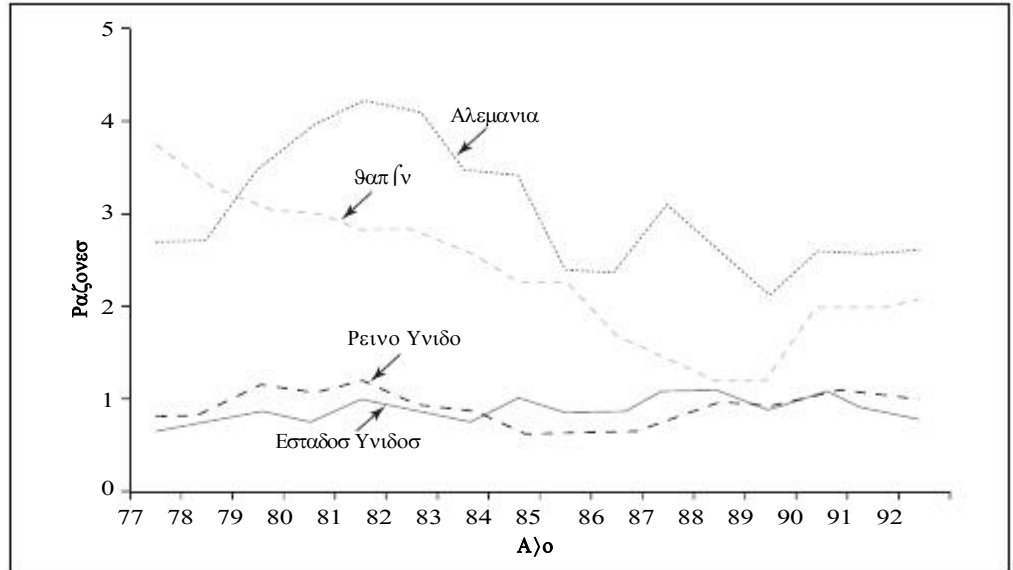
ILUSTRACIÓN 17.3

Costo de capital



Φοιντε: Ροβερτ ΜχΧαλζαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενχες ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπχη (εδσ.), *Εξχηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανχε* (Βυρτ Ριδηε, Ιλλ.: Ιρσιν, 1994).

⁴ Los datos recientes, resumidos en Stulz (1996) indican, asimismo, que los costos de agencia de la discreción de los ejecutivos son menores en Japón que en Estados Unidos. Ello significa que los ejecutivos japoneses tienden menos a emprender proyectos de inversión poco rentables a costa de los accionistas. Salvo que sea vigilada estrechamente por éstos, la administración puede tratar de construir un imperio corporativo para su beneficio personal. Stulz afirma que, si los costos de agencia son verdaderamente menores en Japón, el costo de capital puede ser menor en ese país que en Estados Unidos aun si los mercados financieros internacionales están integrados.

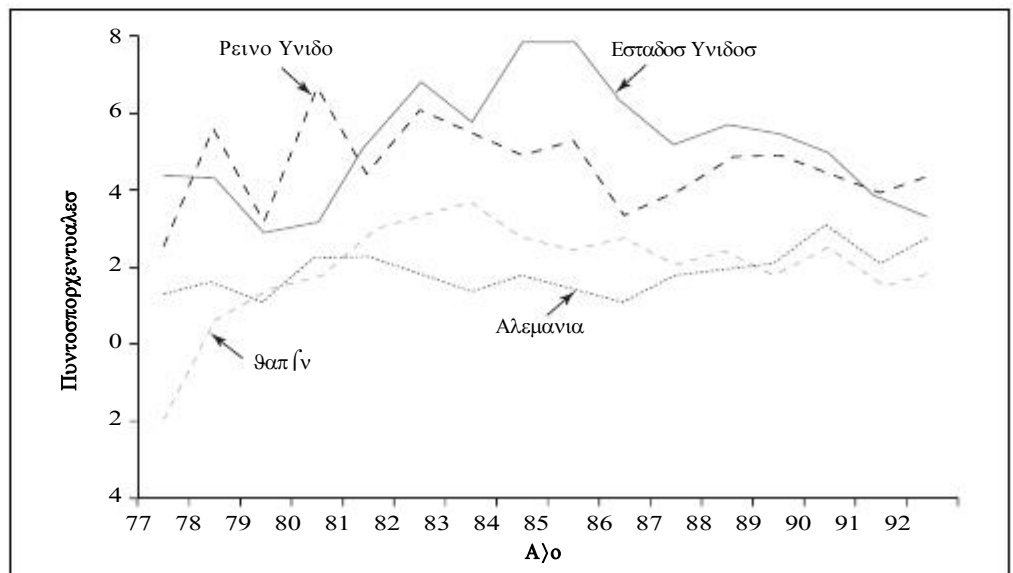
ILUSTRACIÓN 17.4**Razones de valor de pasivo/capital contable**

Φοιντε: Ροβερτ ΜγΧαυλαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχρηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενγεσ ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπιχη (εδσ.), *Εξχρηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανγε* (Burr Ριδγε, Ιλλ.: Ιρωιν, 1994).

y japonesas “desapalararon” considerablemente en años recientes, en tanto que la estructura de capital de las empresas estadounidenses e inglesas se mantuvo estable todo el tiempo.

La ventaja del costo de los fondos (es decir, el costo promedio ponderado del capital) de las empresas japonesas y alemanas se advierten con claridad en la ilustración 17.5. La ventaja de las compañías alemanas proviene en su mayor parte del financiamiento barato y a corto plazo; en cambio, la de las compañías japonesas proviene de costos bajos de la deuda y del capital. Pero, la ilustración 17.5, muestra a su vez que el costo diferencial de los fondos ha ido disminuyendo en la década de 1990.

En los mercados perfectos las empresas no muestran preferencia por obtener fondos en el extranjero o en su país. Por el contrario, en los mercados imperfectos el financiamiento internacional puede reducir el costo del capital. Por ejemplo, en el capítulo 12 vimos que el financiamiento con eurobonos solía ser la forma más económica de financiarse con deuda que hacerlo

ILUSTRACIÓN 17.5**Costo real de los fondos después de impuestos**

Φοιντε: Ροβερτ ΜγΧαυλαμ ψ Στεπεν Ζιμμερ, □Εξχρηανγε Ρατες ανδ Ιντερνατιοναλ Διφφερενγεσ ιν τηε Χοστ οφ Χαπιταλ, εν Ψ. Αμιηυδ ψ Ρ. Λεπιχη (εδσ.), *Εξχρηανγε Ρατες ανδ Χορπορατε Περφορμανγε* (Burr Ριδγε, Ιλλ.: Ιρωιν, 1994).

con bonos nacionales. Continuamos con este orden de ideas en el capítulo: vamos a estudiar los medios de reducir el costo del capital contable internacionalizando la estructura de la propiedad de la empresa. Primero expondremos la experiencia histórica de una compañía, Novo Industri, que logró internacionalizar el costo de capital mediante cotizaciones en el exterior. Gran parte del material lo tomamos de Stonehill y Dullum (1982).⁵

APLICACIÓN DE UN CASO

Novo Industri

Νοπο Ινδυστρι Α/Σ εσ υνα μυλτιναχιοναλ δανεσα θυε χοντρολα απροξιμαδαμεντε 50% δελ μερχαδο μυνδιαλ δε λασ ενζιμασ ινδυστριαλεσ. Ελαβορα ταμβι ν προδυχοτσ μί διχοσ, χομο λα ινσυλινα, εντρε οτροσ. Ελ 8 δε φυλιο δε 1981 εμπεζί α χοτζαρσ οσσ αχχιονεσ εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ, χονφριτί νδοσε ασί εν λα πριμερα χομπα)ί α εσχανδιναπα εν οβτενερ χαπαταλ εν Εσταδοσ Υνιδοσ.

Α φινάλεσ δε λα δί χαδα δε 1970, λοσ διρεχτιποσ δεχιδιερον θυε ηαβία θυε ρεχυρριπ α λοσ μερχαδοσ ιντερναχιοναλεσ δε χαπαταλ παρα φινανχιαρ ελ χρεχιμεντο φυτορο. Νο ερα ποσιβλε χονσεγιρι λοσ φονδοσ νεχεσαριοσ εξχλυσιτωαμεντε δελ μερχαδο δε παλορεσ δανί σ, θυε εσ ρελα-τιτωαμεντε πεθυε)ο ψ δε εσχασα λιθυιδεζ. Αδεμ(σ, πενσαβαν θυε Νοπο ενφρεναταβα υν χοστο δε χαπαταλ μαγορ θυε ελ δε οσσ χομπετιδορεσ πρινχιπαλεσ: Ελι λιλψ ψ Μιλεσ Λαβ, α χαωσα δε λα ναπαρλεζα δελ μερχαδο σεγμενταδο δε παλορεσ δανί σ.

Δεχιδιερον πορ εσο ιντερναχιοναλιζαρ ελ χοστο δε χαπαταλ χον ταλ δε αχχεδερ α οτρασ φυνε-τεσ ψ, αλ μισμο τιεμπο, ρεδυχιρ εσε χοστο. Εν υν πρινχιπιο αυμενταρον ελ νιαλ δε ρεπελαχι ίν δε λα ινφορμαχι ίν φινανχιερα ψ τί χιχιχα; λυεγο, εν 1978, εμιτιερον ευροβονοσ ψ χοτζαρσ οσσ αχχιονεσ εν λα Βολσα δε Λονδρεσ. Χομο υνα εξτενσι ίν δε οσσ μετασ, δεχιδιερον παπροχιναρ υν ρεχιβο δε δεπ ίσιο εσταδουνιδενσε θυε περμιτι)ί α ινπερσιονισασ δε εσε παί χομπραρ αχχιονεσ δε λα χομπα)ί α χον δίλαρεσ ψ νο χον χορονασ δανεσασ. Μοργαν Γυαραντεε εμιτι ί λασ αχχιονεσ εν ΑΔΡ, θυε εν οβριλ δε 1981 εμπεζαρσ οσσ νεγοχιαρσε εν ελ μοστραδορ. Ελ 8 δε φυλιο δε 1981 Νοπο Ινδυστρι πενδι ί 1.8 μυλλονεσ δε αχχιονεσ εν ΑΔΡ, ρεχαβανδο 450 μυλλονεσ δε χορονασ δανεσασ ψ αλ μισμο τιεμπο λοσ ινσχιριβι ί εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ. Λα χρονολο)ί α δε εστοσ επεντοσ σε δα εν λα υλστροχι ίν 17.6.

www.novo.dk/

La página de inicio de Novo suministra información básica referente a la compañía.

ILUSTRACIÓN 17.6

Proceso de internacionalización de la estructura de capital: Novo

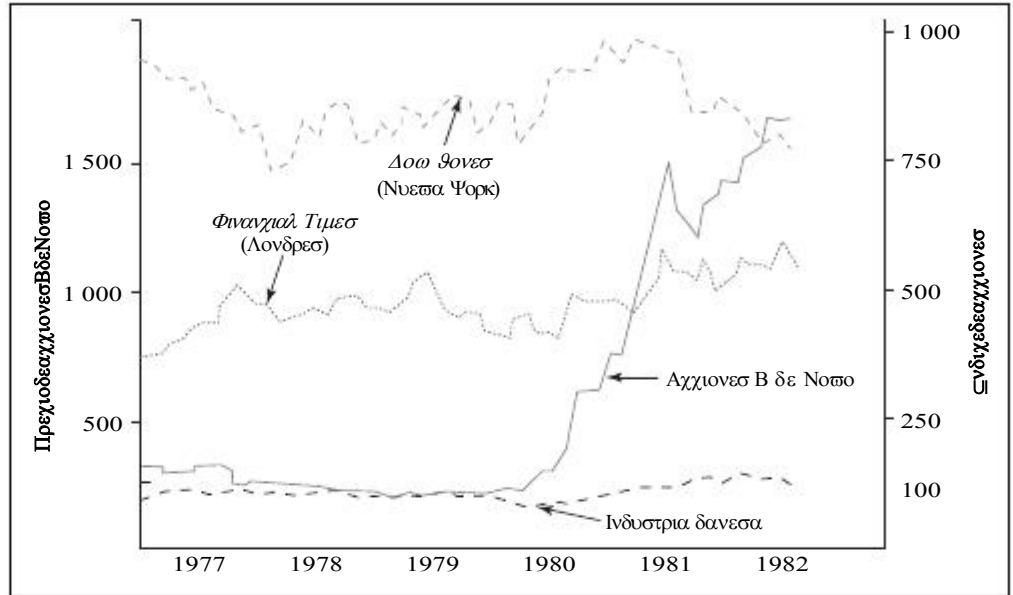
1977:	Νοπο αυμεντ ί ελ νιαλ δε οσ ρεπελαχι ίν φινανχιερα ψ τί χιχιχα εν λασ περσιονεσ δανεσα ε ινγλεσα. Γριεπεσον, Γραντ ανδ Χο., χορρεδου)ί α δε Γραν Βρετα)α, εμπεζ ί α δαρ σεγυιμιεντο α λασ αχχιονεσ δε Νοπο ψ εμιτι ί ελ πριμερ ιν-φορμε προφεσιοναλ δε ανολιστα εν παλορεσ εν ινγλί σ. Πρεχιο δε λασ αχχιονεσ δε Νοπο: 200–225 εν χορονασ δανεσασ.
1978:	Νοπο οβτυπο Ξ20 μυλλονεσ οφρεχιενδο ευροβονοσ χονπερτιβλεσ, οσχιριτοσ πορ Μοργαν Γρενφελ. Νοπο σε ινσχιριβι ί εν λα Βολσα δε Λονδρεσ.
Αβριλ 1980:	Νοπο οργανιζί υν σεμιναριο δε μερχαδοτεχνια εν λα Χιυδαδ δε Νυεπα Ψορκ παρα προμοπερ οσσ αχχιονεσ εντρε λοσ ινπερσιονισασ.
Διχιεμβρε 1980:	ελ πρεχιο δε λασ αχχιονεσ δε Νοπο αλχανζί ελ νιαλ δε 600 χορονασ δανεσασ; λα ραζ ίν πρεχιο/βενεφιχιο λλεγί α 16 απροξιμαδαμεντε.
Αβριλ 1981:	Λοσ ΑΔΡ δε Νοπο εμπεζαρσ οσσ νεγοχιαρσε εν Νασδαθ (5 ΑΔΡ = 1 αχχι ίν). Μοργαν Γυαραντη Τρυστ Χο., φυε ελ βανχο δεποσιταριο.
Θυλιο 1981:	Νοπο εμπεζί α χοτζαρσε εν λα Βολσα δε Νυεπα Ψορκ. Ελ πρεχιο δε λασ αχχιονεσ αλχανζί 1 400 χορονασ δανεσασ. Λα παρτιχιπαχι ίν εξτρανφερα αυμεντ ί α μ(σ δε 50% δε λασ αχχι-ονεσ εν χιρχυλαχι ίν. Λοσ ινπερσιονισασ ινστιτυχιοναλεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εμπεζαρσ οσσ αδθυιριρ αχχιονεσ Νοπο.

Φυεντε: Αρτηρ Στονεχιλλ ψ Καρε Δυλλυμ, *Ιντερνατιοναλιζιν)η Χοστ οφ Χαπαταλ* (Νυεπα Ψορκ: Θοην Ωλλεμ & Σονσ, 1982).

⁵ Stonehill y Dullum (1982) ofrece un análisis detallado del caso Novo.

ILUSTRACIÓN 17.7

Precios de las acciones B de Novo en comparación con los índices del mercado accionario



Φύωντε: Αρθρο Ι. Σπονηνίλ ψ Καρε Β. Δυλλουμ, *Ιντερνατιοναλίζινγ τηε Χοστοφ Χαπιτάλ: Τηε Νοπο Εξπεριενχε ανό Νατιοναλ Πολιγγ Ιμπελχατιονσ* (Θοην Ωάλεμ & Σονσ, 1982), π. 73. Νοτε θυε λασ αχχιονεσ Α εν ποδερ δε Νοπο Φουνδάτιον νο σον νεγοχιαβλεσ. Ιλουστραχι Γν ρεμπρεσα χον αυτοριζαχι Γν.

Χομο σε απρεχια εν λα ιλουστραχι Γν 17.7, ελ πρεχιο δε λασ αχχιονεσ δε Νοπο ρεαχχιον Γ εν φορμα μυψ ποσιτιστα αντε λα χοτιζαχι Γν εν Εσταδοσ Υνιδοσ.⁶ Οτρασ αχχιονεσ δανεσασ νο χορριερον λα μισμα συερτε. Ελ ινχρεμεντο δελ πρεχιο εν λα αχχι Γν δε Νοπο ινδιχα θυε ελ πρεχιο σε ηαβί α ιντερναχιοναλίζαδο α ραίζ δε λα χοτιζαχι Γν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Ελλο α συ πεζ ινδιχα θυε ελ μερχαδο αχχιοναριο δε Διναμαρχα εσταβα ρεαλμεντε σεγμενταδο δελ ρεστο δελ μυνδο. Λασ εξπεριενχιασ δε Νοπο Ινδυστρι νοσ δαν λα σιγριεντε λεχχι Γν: *λασ χομπα* Γασ θυε οπεραν εν υν μερχαδο ναχιοναλ δε χαπιταλεσ πεθυε)ο ψ σεγμενταδο λοηραν αχχεσο α χαπιταλ φρεσχο ψ αμινοραν ελ χοστο χοτιζανδο ασσ αχχιονεσ εν λασ γρανδεσ μερχαδοσ δε χαπιταλ λ'θιυδο χομο λασ βολασ δε Νυεσα Ψορκ ψ Λονδρεσ.

Cotización de acciones en el extranjero

www.bankofny.com/adr

Este sitio ofrece información general sobre las transnacionales que cotizan en los mercados accionarios de Estados Unidos.

Como vimos en el caso de Novo Industri, la cotización de las acciones en el extranjero ofrece un beneficio potencial a las empresas; de ahí la excelente acogida que ha recibido entre las grandes corporaciones. En la ilustración 17.8 se incluye la distribución de frecuencias de país a país de las cotizaciones mundiales que Sarkissian y Schill (2004) ofrecieron en su análisis geográfico de las cotizaciones cruzadas. En 1998 —periodo que comprende su estudio— había 2 251 cotizaciones. Como se observa en la parte inferior de la ilustración 17.8, las bolsas de Estados Unidos y del Reino Unido son con mucho las anfitrionas más conocidas de las cotizaciones mundiales, lo cual se debe probablemente a su profundidad y su credibilidad. Otros mercados importantes son Bélgica, Francia, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos y Suiza, cada uno con más de 100 acciones. Al examinar la ilustración vemos que en cierto modo las empresas prefieren cotizar en los mercados vecinos. De las 266 cotizaciones canadienses, 211 figuran en las bolsas de Estados Unidos, las empresas de Nueva Zelanda cotizan mucho en Australia y viceversa. De modo análogo, las empresas belgas lo hacen en los Países Bajos y a la inversa. Para Sarkissian y Schill esta tendencia sugiere lo siguiente: la preferencia por la proximidad que

⁶ Recuerde que Novo tiene acciones de clase dual: las acciones A están en manos de la Novo Foundation y no son negociables; las acciones B no se negocian en la bolsa.

ILUSTRACIÓN 17.8

Distribución de frecuencia de las cotizaciones internacionales de país a país

Παίς ηυΓσπεδ	Παίς ανφτρι Γν																								
	Αυστραλία	Αυστρια	Βέλγχα	Βρασιλ	Χαναδζ	Διναμαρχα	Φρανχια	Αλεμανια	ΗονγκΚονγ	Ιρλανδα	Ιταλια	Θαπ Γν	Λυξεμβυργο	Μαλασια	Π.Βαφος	Ν.Ζελανδα	Νορνεγα	Περ	Σιγκαπυρ	Συδ(φριχα	Εσπα)α	Συεχια	Συιζα	Ρ.Υνιδο	ΕσταδοςΥνιδος
Αργεντινα				1								3											2	1	12
Αυστραλια					4			2				4	1			45			3				2	10	26
Αυστρια			1				2	8							1										
Βέλγχα							7	3					4		7		1						4		1
Βρασιλ													5											1	21
Χαναδζ	4		8				6	2				1			4				1	1			8	20	211
Χηίλε																									22
Χολομβια												3													1
Ρ. Χιηεχα																								5	
Διναμαρχα																	1					1	1	3	3
Φινλανδια							1	2														3		2	4
Φρανχια			11		1			7			1	2	2		7						1	3	5	6	23
Αλεμανια		17	7				13				2	9	6		12				1		2	1	26	11	11
Γρεχια												1			1									4	2
Ηονγκ Κονγ	3											1					1		9					1	4
Ηυγγρία		1											5											4	1
Ινδια												48												17	
Ινδονεσια												1												2	4
Ιρλανδα																								58	14
Ισραελ			2																					4	59
Ιταλια			2				4	5						1							1				14
Θαπ Γν		1	5		1		30	52					21	19					6				14	29	28
Χορεα													12											14	3
Λυξεμβυργο			5				3	1							2							1	1	6	3
Μαλασια												1							1					5	
Μπίξιχο																									30
Π. Βαφος		4	11				9	20			1	1	6						1			1	12	13	26
Ν. Ζελανδα	17																								5
Νορνεγα						1	1	2							1							2	1	5	6
Περυ																									3
Φιλπινας												5							1						1
Πολονια												1												7	
Πορτυγαλ								1																1	5
Σιγκαπυρ	2											2													1
Συδ(φριχα			9				15	5				4											4	40	11
Εσπα)α							4	4			4			1									2	4	5
Συεχια		1	1			5	3	3			2						2		2				4	12	12
Συιζα		1	1			1	5	10			4			1										1	5
Ταιω(ν												14							1					10	2
Ταιλανδια												2							1						
Τυρκια												1													6
Ρ. Υνιδο	6		8		4	1	13	10	1	13		8	1	3	12		2		7	1			4		77
Εσταδος Υνιδος	8		31		27		32	42				23	1		71		3	2					5	67	104
ζενεζυελα												1													3
Τοταλ	40	25	106	1	37	8	148	179	1	13	4	60	150	3	140	45	10	2	34	2	4	17	157	406	659

Φοιντε: Σεργει Σοφκισσιον η Μιχηελ Σηίλλ, [Γηε Οπερρεασ Λιστιν Δεχισιον: Νεω Επιδεγεσ οφ Προζιμιτη Προφερενηε], Ρεπιτω οφ Φιναρχαλ Στυδισσ 17 (2004).

ILUSTRACIÓN 17.9

Transnacionales inscritas en la Bolsa de Nueva York (seleccionadas)

Παίς	Τρανσναχιοναλες
Αλεμανια	Χελανεσε, Δευτσηγε Τελεχομ, ΔαμλερΧηρμσλερ, Ηοεχηστ, ΣΑΠ, ζΕΒΑ
Αυστραλία	Βροκεν Ηίλλ Προπ., Χολε Μνερσ, ΦΑΙ, Νεωσ Χορπορατιον, Ωεστερν Μινινγ, Ωεσπιαχ
Βρασίλ	Αραχρυζ Χελωλοσε, Γερδαυ, Τελεβρασ, Υνιβανχο
Χαναδ(	Αλχαν Αλυμινυμ, Απαλον, Χαναδιαν Παχιφχ, Δομταρ, Μιτελ, Νορτηερν Τελεχομ, Σεαγραμ
Χηινα	Χηινα Εαστερν Αιρλινεσ, Ηαυνεγ Ποωερ Ιντερνατιοναλ, Σηαγγηαι Πετροχημικαλ
Χορεα	Κορεα Ελεχτριχ Ποωερ, Κορεα Τελεχομ, Ποηανγ Ιρον & Στεελ, ΣΚ Τελεχομ
Εσπα)α	Βανχο Βύλβαο, Βανχο Χεντραλ, Βανχο Σανταν., Εμπροσα Νατιοναλ, Ρεπσολ, Τελεφων. Ναχ.
Φινλανδια	Μετσο Χορπ., Νοκια Χορπ., ΥΠΜ-Κψμμενε
Φρανχια	Ελφ Αχθυταινε, Φρανχε Τελεχομ, Ρηονε Πουλενχ, Τηομσον Μυλτιμεδια, ΤΟΤΑΑΦινα
Ιταλια	Βενεττον, Φιατ, Λυξοττιχα, Μοντεδισον, Τελεχομ Ιταλια
Θαπ (ν	Χανον, Φυφι Πηοτο Φύλμ, Θαπαυ Αιρ Λινεσ, Κιριν Βρεωερψ, Κυβοτα, Μιτσει Χο., ΝΕΧ, Νισσαυ Μοτορ, Σανψο Ελεχτριχ, Σονψ, Τοψοτα Μοτορ
Μ[ξιχο	Χεμεξ, Εμπρεσασ ΙΧΑ, Γρυπο Τελεπια, Τελ[φονοσ δε Μ[ξιχο, ζιτρο
Πά)σεσ Βααρσ	Αεγον, ΚΑΜ, Πηίλιπσ, Πολιμηγραμ, Ρομολ Δυτχη Πετρολ., Υνίλεσπερ, ΑΒΝ ΑΜΡΟ Ηολδιγγσ
Ρεινο Υνιδο	Αττωοοδσ, Βαρχλαψσ, Βασσ Πυβλιχ, Βεαζερ, ΒΕΤ, Βριτιση Αιραοαμσ, Βριτιση Γασ, Βριτιση Πετρολ., Βριτιση Στεελ, Βριτιση Τελεχομ., Χαβλε & Ωιρελεσσ, Γλαξο, Γρανδ Μετ
Ρυσια	Τατνετ, Ροστελεχομ, ζιμπελ-Χομμυνιχατιονσ
Συδ(φριχα	ΑΣΑ Λιμιτεδ

Φοεντε: ΝΥΣΕ Φαχτβοοκ, 2003.

se cree explicaría el “sesgo nacional” en las propiedades del portafolio puede influir además en la elección de escenarios para cotizar en el exterior. La ilustración 17.9 ofrece una lista parcial de las acciones internacionales que cotizan en la Bolsa de Nueva York.

En términos generales, una compañía se beneficia así con la cotización de sus acciones a nivel mundial:

1. Puede ampliar su base de inversionistas, con lo cual elevará el precio de las acciones y reducirá el costo del capital.
2. La cotización cruzada crea un mercado secundario para sus acciones, lo cual permite recabar más fácilmente capital fresco en los mercados extranjeros.⁷
3. La cotización cruzada mejora la liquidez de sus acciones.
4. La cotización cruzada aumenta la visibilidad del nombre de la compañía y sus productos en el ámbito mundial.
5. Con las acciones puede obtener “moneda de adquisición” para comprar multinacionales.
6. La cotización cruzada mejora el gobierno y la transparencia de la empresa.

El último punto merece una amplia explicación. Pongamos el caso de una compañía ubicada en un país donde los derechos de los accionistas no estén bien protegidos y donde los accionistas controladores (familias fundadoras y grandes inversionistas) obtengan importantes beneficios personales, como prestaciones, sueldos inflados, bonos y hasta el producto de robos, debido a que tienen el control de la compañía. Una vez que se inscribe en la Bolsa de Nueva York (NYSE), en la Bolsa de Londres (LSE) o en otros mercados cambiarios que imponen normas estrictas de revelación y de cotización, tal vez ya no puedan seguir desviando recursos corporativos en su beneficio. Al respecto señalan Doidge, Karolyi y Stulz (2001): a pesar de las “incomodidades” relacionadas con un mayor escrutinio público y una mayor transparencia, los accionistas controladores pueden optar por aplicar a las acciones la cotización cruzada en

⁷ Chaplinsky y Ramchand (1955) señalan que, en comparación con las ofertas exclusivamente locales, las ofertas globales de capital permiten a las compañías obtener capital en condiciones ventajosas. Además, aminora la reacción negativa frente a su precio producida a veces por la emisión, cuando las ofertas en el extranjero incluyen una comisión.

el extranjero, pues les conviene comprometerse a observar una “buena conducta” con el fin de recaudar fondos y emprender proyectos rentables (elevando con ello el precio de las acciones). Esto significa que si una transnacional no necesita conseguir capital, quizá no opte por cotizar en Estados Unidos, pues entonces los accionistas podrán continuar obteniendo beneficios personales. El trabajo antes citado muestra que, en igualdad de condiciones, las compañías inscritas en las bolsas de Estados Unidos reciben en promedio una evaluación casi 17% más alta que las demás, en promedio, que aquellas que no lo hacen; eso refleja el reconocimiento de los inversionistas a un gobierno corporativo más estricto asociado con las cotizaciones de Estados Unidos. Dado que la Bolsa de Londres también impone normas estrictas de revelación y cotización, las compañías allí inscritas pueden recibir una revaluación positiva gracias al efecto positivo de ese régimen corporativo.⁸

En un trabajo Lang, Lins y Miller (2003) demuestran que la cotización cruzada puede acrecentar el valor de una firma, mejorando así su entorno general de la información. En concreto, demuestran que las multinacionales que realizan la cotización cruzada en las bolsas de Estados Unidos reciben mayor cobertura por parte de los analistas, además de que logran un pronóstico más exacto referente a sus ganancias futuras en comparación con las empresas que no tienen cotizaciones cruzadas. A su vez, demostraron que las empresas que obtienen estas dos condiciones reciben una valuación más favorable en igualdad de condiciones. Dichos hallazgos coinciden con los de otros estudios en relación con que las empresas con cotizaciones cruzadas, generalmente, disfrutan de un costo de capital más bajo y un gobierno corporativo más satisfactorio.

A pesar de los beneficios potenciales, no todas las compañías recurren a la cotización mundial debido a los costos.

1. Cuesta mucho cumplir las normas de revelación y los requisitos para cotizar impuestos por las bolsas internacionales y por las autoridades reguladoras.
2. Una vez que las acciones de una compañía se negocian en esos mercados, queda expuesta a la volatilidad procedente de ellos.
3. Cuando las acciones de la compañía se ponen a disposición de extranjeros, éstos podrían adquirir un volumen de control y mermar el que ejerce la compañía.

Conforme a los resultados de varias encuestas, la revelación es al parecer la barrera más importante en la cotización internacional. Por ejemplo, la adaptación a las normas contables de Estados Unidos —requisito de la U.S. Security and Exchange Commission (SEC)— constituye la barrera más onerosa de las multinacionales que desean cotizar en la Bolsa de Nueva York. Según una encuesta alemana conducida por Glaum y Mandler (1996), una tercera parte de las compañías de la muestra de ese país desean en principio cotizar en Estados Unidos, pero ven un gran obstáculo en la adaptación obligatoria de los estados financieros a los principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (US-GAAP). Daimler-Benz, firma alemana inscrita en la Bolsa de Nueva York, los aplica, así como la ley contable de Alemania, y publica dos versiones de los estados financieros consolidados con distintas ganancias.⁹ Como se advierte en la ilustración 17-10, sus utilidades netas fueron positivas según las normas contables de Alemania, pero negativas según las reglas de Estados Unidos en 1993 y 1994. A la luz de los costos y beneficios de la cotización internacional, una cotización de este tipo ha de verse como un proyecto de inversión que conviene emprender cuando se juzgue que tiene un valor presente neto positivo (VPN) y que, por lo mismo, acrecentará el valor de la firma.

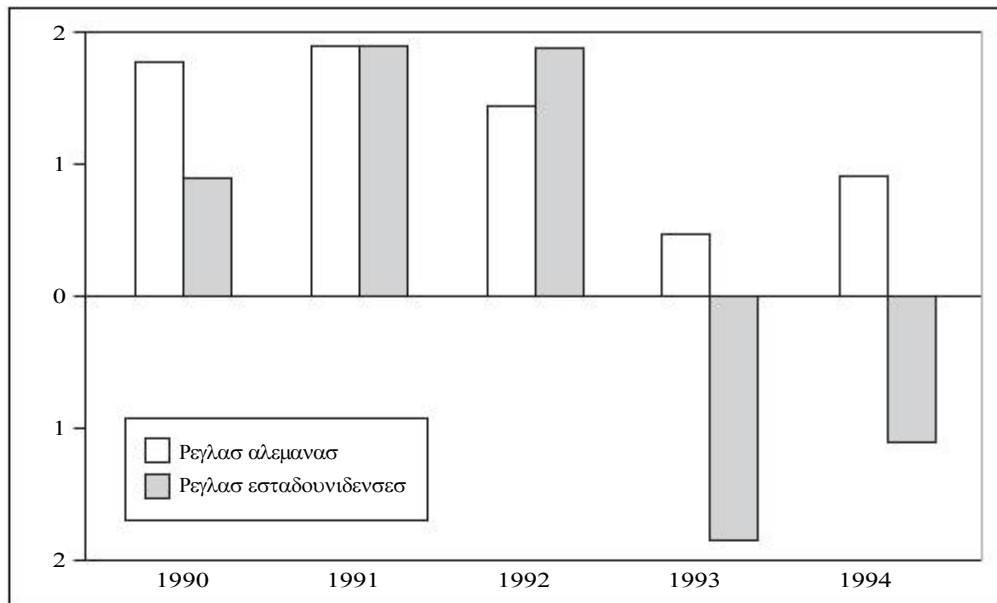
En una exhaustiva encuesta basada en las obras académica dedicadas a las decisiones corporativas sobre acciones cruzadas, Karolyi (1996) señala, entre otras cosas, lo siguiente: (1) el

⁸ Como señalan Dahya, McConnell y Travlos (2002), la norma del gobierno corporativo se ha vuelto muy importante en el Reino Unido desde que el “Cadbury Committee” emitió el *Código de las Mejores Prácticas* en 1992, que recomendaba que los consejos de administración incluyeran por lo menos tres directores externos y que una misma persona no ocupara el puesto de presidente ejecutivo y de director general.

⁹ A diferencia de las normas contables de Estados Unidos, las de Alemania se fundan en consideraciones fiscales y en la protección al acreedor. Por ello, la prudencia —no una perspectiva real y justa— es el principio contable más importante. A los administradores alemanes se les concede mucha libertad en la política contable y ellos procuran lograr suavidad en los ingresos.

ILUSTRACIÓN 17.10

Utilidades/pérdidas netas de Daimler-Benz (en marcos alemanes): reglas contables de Alemania y Estados Unidos



Φυενη: *Τηε Εξοηομιστ*, 20 δε μαηο, 1995.

precio de las acciones reacciona favorablemente a las cotizaciones internacionales; (2) el volumen total negociado tras la inscripción aumenta por lo regular y, muchas veces, también el del mercado nacional; (3) se observa un mejoramiento global de la liquidez en estas operaciones; (4) la exposición accionaria al riesgo del mercado nacional disminuye de modo considerable y está ligada a un pequeño incremento del riesgo del mercado global; (5) las cotizaciones internacionales produjeron una reducción neta del costo del capital contable de una base de 114 puntos en promedio y (6) las estrictas normas de revelación son el principal obstáculo de la cotización en el exterior. Un estudio detallado de Miller (1999) confirma que la cotización dual pueden flexibilizar las barreras contra los flujos de capital internacional, elevando el precio de las acciones y disminuyendo el costo del capital. Esos dos hallazgos parecen indicar que la cotización internacional parece haber sido, en general, positiva para los proyectos de valor presente neto.

Profundización conceptual

Fijación del precio de los activos de capital en cotizaciones cruzadas¹⁰

Si queremos entender a fondo los efectos de las cotizaciones cruzadas internacionales, es preciso comprender cómo se les fijará precio en otros regímenes del mercado de capitales. En esta sección vamos a explicar un **modelo de fijación de precio de los activos internacionales (MFPAI)**, en un mundo donde algunos pueden negociarse a nivel mundial, no así otros. Para facilitar la exposición, supondremos que los activos de cotización cruzada son **activos negociables a nivel internacional** y que el resto son **activos no negociables a nivel internacional**.

En este contexto conviene rehacer la fórmula CAPM. Teniendo en cuenta la definición de beta, la ecuación 17.2 puede reexpresarse así:

$$R_i = R_f + [(R_M - R_f)/\text{Var}(R_M)] \text{Cov}(R_i, R_M) \quad (17.3)$$

Para nuestro propósito en este capítulo, es mejor definir $[(R_M - R_f)/\text{Var}(R_M)]$ como igual a $A^M M$, donde A^M es una **medida de la aversión al riesgo agregada** de todos los inversionistas y

¹⁰ El lector puede omitir la exposición teórica de esta sección y pasar al ejemplo numérico sin perder la continuidad.

donde M es el valor agregado de mercado del portafolios.¹¹ Con estas definiciones, la ecuación 17.3 puede reexpresarse así:

$$\bar{R}_i = R_f + A^M \text{Cov}(R_i, R_M) \quad (17.4)$$

La ecuación 17.4 indica que, dada la medida de aversión al riesgo agregada, la tasa de rendimiento esperada de un activo aumenta a medida que crece su covariancia con el portafolio del mercado.

Antes de hablar del MFPAI en la cotización cruzada, vamos a describir el mecanismo de fijación del precio del activo con una segmentación e integración completa como casos típicos. Supongamos que hay dos países en el mundo: el nacional y el extranjero. En un **mercado de capitales totalmente segmentado**, donde los activos no se negocian a nivel internacional, se les fijará el precio atendiendo al **riesgo país sistemático**. Tratándose de los activos nacionales, el rendimiento esperado de éstos se calcula así:

$$\bar{R}_i = R_f + A^D \text{Cov}(R_i, R_D) \quad (17.5)$$

y el activo del país anfitrión se calcula así:

$$\bar{R}_g = R_f + A^F \text{Cov}(R_g, R_F) \quad (17.6)$$

donde $\bar{R}(R_g)$ es el rendimiento actual esperado de equilibrio sobre el i -ésimo (g -ésimo) activo nacional (extranjero), R_f es la tasa de rendimiento libre de riesgo que supuestamente sería común al país nacional y al extranjero, $A^D(A^F)$ denota la medida de aversión al riesgo para los inversionistas nacionales (extranjeros), $D(F)$ designa el valor agregado de mercado de todos los valores nacionales (extranjeros) y $[(R_M - R_f)/\text{Var}(R_M)]$ denota la covarianza entre los rendimientos futuros sobre el activo i -ésimo (g -ésimo) y los rendimientos sobre el **portafolio de mercado nacional (extranjero)**.

Por el contrario, en **mercados mundiales de capital totalmente integrados**, donde todos los activos se negocian a nivel internacional, a los activos se les fijará el precio a partir del **riesgo sistemático mundial**. Para los activos nacionales e internacionales

$$\bar{R}_i = R_f + A^W \text{Cov}(R_i, R_W) \quad (17.7)$$

donde A^W es la medida de aversión al riesgo agregada de los inversionistas internacionales, W es el valor agregado de mercado del **portafolio del mercado mundial**, que incluye tanto el portafolios nacional como el internacional y $\text{Cov}(R_i, R_W)$ denota la covarianza entre los rendimientos futuros del i -ésimo valor y el portafolios del mercado mundial.

Como veremos más adelante, la relación de la fijación del precio de los activos se complica más en los **mercados financieros mundiales parcialmente integrados**, donde algunos se negocian en el ámbito internacional (los que presentan cotización cruzada) y otros no.

Primero, la conclusión es que a los activos negociados internacionalmente se les asignará un precio como si los mercados financieros estuviesen totalmente integrados. Sin importar la nacionalidad, a un activo de este tipo se le pondrá precio sólo según su riesgo sistemático mundial descrito en la ecuación 17.7. En cambio, a los activos no negociables se les impondrá un precio atendiendo a un riesgo sistemático mundial, que refleja el efecto generado por los activos negociables, así como un riesgo sistemático propio del país. Debido a ese **efecto desbordante de los precios**, el precio de los activos no negociables *no* se establecería como si los mercados financieros del mundo estuviesen completamente segmentados.

En los activos no negociables del país de origen, la relación de precios está dada por

$$\bar{R}_i = R_f + A^W \text{Cov}^*(R_i, R_W) + A^D [\text{Cov}(R_i, R_D) - \text{Cov}^*(R_i, R_D)] \quad (17.8)$$

donde $\text{Cov}^*(R_i, R_D)$ es la covarianza *indirecta* entre los rendimientos futuros sobre el i -ésimo activo no negociable y el portafolio del mercado del país de origen facilitada por los negociables. Desde el punto de vista formal,

$$\text{Cov}^*(R_i, R_D) = S_i S_D r_{iD} r_{TD} \quad (17.9)$$

¹¹ Aquí suponemos, de hecho, que la medida de aversión al riesgo por parte de los inversionistas es constante.

Donde S_i y S_D son, respectivamente, la desviación estándar de los rendimientos futuros del i -ésimo activo y el portafolio del mercado del país de origen; r_{iT} es el coeficiente de correlación entre el activo i -ésimo no negociable y el portafolios T del activo negociable, y r_{TD} es el coeficiente de correlación entre los rendimientos del portafolio T y del portafolio del mercado del país de origen. De manera similar, $Cov^*(R_i, R_W)$ es la covariancia *indirecta* entre el i -ésimo activo no negociable y el portafolio del mercado mundial. A los activos no negociables del país extranjero se les asignará precio en forma análoga, es decir, hay que concentrarse sólo en ellos dentro del país de origen.

La ecuación 17.8 indica que el precio de los activos no negociables se establece atendiendo a: (1) el **riesgo sistemático mundial indirecto**, $Cov^*(R_i, R_W)$, y (2) el riesgo sistemático nacional *puro*, $Cov(R_i, R_D) - Cov^*(R_i, R_D)$, que es el anterior una vez deducida la parte procedente de los activos negociables. A pesar de que los activos no negociables se negocian sólo en el país de origen, su precio depende del riesgo sistemático mundial indirecto y también del riesgo sistemático del país. Ello se debe al efecto del desbordamiento generado por los activos negociables. (Alexander, Eun y Janakiramanan, 1987, fueron los primeros en ocuparse de él.)

Aunque los activos no negociables están exclusivamente en manos de los inversionistas locales, en parte su precio se fija en el nivel internacional, reflejando el efecto de desbordamiento generado por los activos negociables. Como se deduce de la ecuación, 17.8, estos activos no están sujetos a dicho efecto y, por lo mismo, su precio se fija a nivel nacional, sólo cuando no guarden correlación alguna con los activos negociables. Por supuesto, es un escenario poco probable. El modelo de precios significa también lo siguiente: si los portafolios del mercado local y del extranjero pueden reproducirse exactamente usando activos negociables, tanto ellos como los no negociables reflejarán el precio internacional, como si los mercados financieros del mundo estuvieran integrados por completo.

El modelo internacional de fijación de precios tiene algunas consecuencias interesantes. En primer lugar, la cotización (negociación) internacional de los activos dentro de los mercados segmentados en otros aspectos integra directamente los mercados internacionales de capital al hacerlos negociables. En segundo lugar, las firmas con activos no negociables logran una **ventaja gratuita (free ride)** de las que tienen activos negociables, en el sentido de que se benefician indirectamente con la integración internacional por un costo más bajo del capital y precios más elevados del activo, sin incurrir en ningún costo adicional. Esto se explica claramente en el apéndice 17A mediante simulaciones numéricas.

El modelo de fijación de precios aplicado a los activos no negociables demuestra que los beneficios de la integración parcial de los mercados de capitales pueden transferirse a la economía global a través del efecto del desbordamiento. Dicho efecto tiene una importante consecuencia para las políticas: *si un país quiere aumentar al máximo los beneficios de la integración parcial de los mercados de capital, debe escoger para la cotización cruzada internacional los activos más estrechamente correlacionados con el portafolio del mercado nacional.*

En conformidad con los análisis teóricos que acabamos de ofrecer, muchas compañías han visto reducirse el costo del capital cuando sus acciones se inscriben en los mercados del exterior. En su investigación de las acciones extranjeras cotizadas en las bolsas de Estados Unidos, Alexander, Eun y Janakiramanan (1988) descubrieron que las transnacionales de países como Australia y Japón lograron reducir considerablemente el costo del capital. En cambio, las compañías canadienses consiguieron una reducción modesta tras cotizar en las bolsas de Estados Unidos, probablemente porque sus mercados estaban más integrados a los de ese país que otros cuando se realizó la inscripción.

Efecto de las restricciones a la propiedad del capital extranjero

Las compañías tienen incentivos para internacionalizar la estructura de su propiedad para reducir, así, el costo del capital, y aumentar al mismo tiempo su valor de mercado; asimismo, les preocupa ceder el control corporativo a los extranjeros. Por eso, los gobiernos en los países desarrollados y en vías de desarrollo imponen restricciones a la propiedad porcentual máxima

ILUSTRACIÓN 17.11

Restricciones a la propiedad de capital por los extranjeros: ejemplos históricos

Παίς	Ρεστριχχιονεσ α λασ εξτρανφεροσ
Αυστρολία	10% εν βανχοσ, 20% εν ραδιοδιφουσι εν ψ 50% εν εμπρεσασ μινερασ δε ριεσγο χομπαρτιδο.
Χαναδς	20% εν ραδιοδιφουσι εν ψ 25% εν βανχοσ/ασεγυραδορασ.
Χηινα	Σίλο πυεδεν χομπραρ αχχιονεσ Β; λασ χιυδαδανοσ πυεδεν χομπραρ αχχιονεσ Α.
Φραγια	Αίμιτε μ(ξίμο 20%.
Ινδια	Αίμιτε μ(ξίμο 49%.
Ινδονεσια	Αίμιτε μ(ξίμο 49%.
Μίξιχο	Αίμιτε μ(ξίμο 49%.
Θαπ εν	Αίμιτε μ(ξίμο εντρε 25 ψ 50% α παριασ χομπαί)ασ ιμπορταντεσ: λα αδθυσιχι εν δε μ(σ δε 10% πορ υνα σολα εμπρεσα εστ(συρετα α λα απροβαχι εν δελ μινιστρο δε φινανζασ.
Χορεα	Αίμιτε μ(ξίμο 20%.
Μαλασια	20% εν βανχοσ ψ 30% εν ρεχυρσοσ νατυραλεσ.
Νορνεγα	0% εν πυλπα δε μαδερα, παπελ ψ μινερία, 10% εν βανχοσ, 20% εν ινδυστριασ ψ πετρ(λεο, 50% εν χομπαί)ασ ναπιερασ.
Εσπα)α	0% εν ινδυστριασ δε δεφενσα ψ μεδιοσ μασιπωσ. Αίμιτε μ(ξίμο 50% παρα στρο τιπο δε εμπρεσα.
Συεγια	20% εν αχχιονεσ χον δερεχηο α ποτο ψ 40% δε χαπαίλ χονταβλε τοταλ.
Σιζα	Πυεδε περμιτ(ρσελεσ αδθυιρι σίλο αχχιονεσ αλ πορταδορ.
Ρεινο Υνιδο	Ελ γοβιερνο σε ρεσερπα ελ δερεχηο αλ ποτο χυανδο υνα χομπαί)α εξτρανφερα θυιερε χομπραρ υνα δελ παί)σ.

Φυεντε: παριασ πυβλιχαχχιονεσ δε Πιρχε Ωατερηουσε.

de las firmas locales en manos de los extranjeros. En naciones como India, México y Tailandia se les permite comprar un máximo de 49% de las acciones de ellas. La intención es asegurarse de que no adquieran la mayor parte de los intereses en la propiedad. Francia y Suecia imponían restricciones más rigurosas de un límite de 20%. En Corea se permitía hasta hace poco poseer apenas 20% de las acciones.

En Suiza una compañía local puede emitir dos diferentes clases de acciones: al portador y registradas. A los extranjeros se les permite comprar sólo las primeras. De manera similar, las compañías chinas emiten acciones A y B, pero los extranjeros pueden adquirir sólo las segundas. La ilustración 17.11 incluye ejemplos de restricciones históricas impuestas a la propiedad internacional de las empresas locales en varios países. Claro que son un medio para garantizar el control de ellas, especialmente las que se consideran estratégicamente importantes para los intereses del país.¹²

Fenómeno de fijación de precios al mercado

Supongamos que a los extranjeros —si se les permitiera— les gustaría comprar 30% de una firma coreana, pero tan sólo pueden comprar a lo sumo 20%, debido a las restricciones impuestas a los extranjeros. Como la restricción logra limitar la propiedad extranjera, tanto los inversionistas de otros países como los del país anfitrión enfrentan distintos precios de las acciones. En otras palabras, pueden tener un precio dual, o bien, el **fenómeno de precio de mercado**, debido a las restricciones legales.

APLICACIÓN DE UN CASO

Nestlé¹³

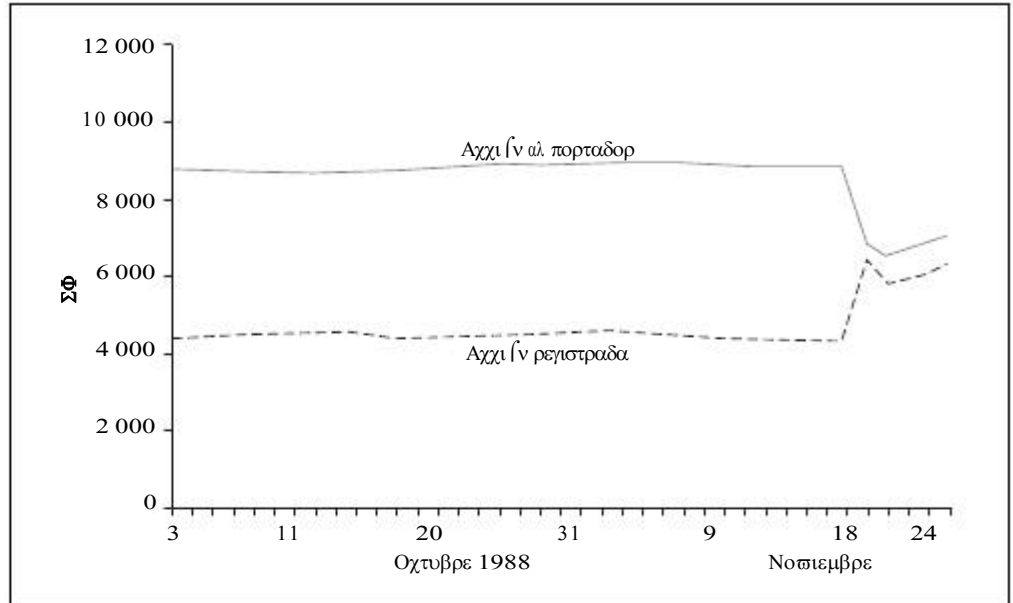
Λα μαγορ(α δε λασ χομπαί)ασ σιζασ ρεγιστραδασ εν λα βολσα τιενεν ηαστα τρεσ χλασσοσ δε αχχιονεσ χομμυνεσ: (1) αχχιονεσ ρεγιστραδασ, (2) αχχιονεσ αλ πορταδορ χον δερεχηο δε ποτο ψ (3) αχχιονεσ αλ πορταδορ σιν δερεχηο δε ποτο. Ηαστα ηαχε ποχο νο σε περμιτ(α α λασ εξτραν-

¹² Stulz y Wasserfallen (1995) mencionan la posibilidad teórica de que las firmas impongan restricciones a la propiedad de acciones a los extranjeros para aumentar al máximo su valor de mercado. Argumentan que cuando los inversionistas del país anfitrión y del país huésped cumplen funciones diferenciales de demanda en las acciones, la firma maximizará su valor de mercado distinguiendo a los del país y a los extranjeros.

¹³ En el capítulo 1 nos referimos brevemente al caso Nestlé. Aquí ofrecemos un análisis exhaustivo de él.

ILUSTRACIÓN 17.12

Diferencia de precio entre las acciones al portador y registradas de Nestlé



Φυεντε: υλστραχι (ν) αδαπαδα δε Φινανχιαλ Τιμεσ, νοπιεμβριε 26, 1988, π. 1. Αδαπαδα χον αυτοριζαχι (ν).

www.nestle.com/

La página principal de Nestlé suministra información básica sobre la compañía.

φερος αδθυιρι λασ πριμερασ; ταν σ (λο ποδ) αν αδθυιρι λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ. Λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ εσταβαν ρεσερπαδασ α λασ χιυδαδανοσ σιζοσ.

Εν ελ χασο δε Νεστλ, υνα χονοχιδα μωλτιναχιοναλ σιζα θυε ρεχιβε δε λασ μερχαδοσ μυν-διαλεσ μ(σ δε 95% δε αυσ ινγρεσοσ, λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ ρεπρεσενταβαν χερχα δελ 68% δε λασ ποποσ εν χιρχυλαχι (ν. Ελλο σιγνιφιχα θυε ερα πρ(χ)τιχαμεντε ιμποσιβλε θυε λασ εξτρανφεροσ αδθυιριεραν ελ χοντρολ δε λα φιρμα. Σιν εμβαργο, ελ 17 δε νοπιεμβριε δε 1988, Νεστλ διο α χονοχερ θυε λεπανταρ(α) λα προηιβιχι (ν. Ηιζο ελ ανυνηιο δεσπυ(σ) θυε λα Βολσα δε ζαλορεσ δε Ζυριχη χερρ(ι).

Ελ χονσερο δε αδμινιστραχι (ν) φυσιφιχ(ι) συ δεχισι (ν) χον δοσ ραζονεσ. Πριμερο, πεσε α θυε αυσ αρχιπιδαδεσ εραν μωλτιναχιοναλεσ, πορ υν λαδο χονσερπαβα υνα εστρυχυρα μωψ ναχιοναλισα δε λα προπιεδαδ. Πορ ελ στρο, ρεαλιζαβα αδθυισιχιονεσ δε αλω παρην εν ελ εξτεριορ χομο Ροωντρεε (Ρεινο Υνιδο) ψ Χαρνατιον (Εσταδοσ Υνιδοσ). Πορ εσο, αυσ πρ(χ)τιχασ φυερον χριπαδασ πορ χονσιδεραρλασ ινρυσασ ε ινχομπατιβλεσ χον λασ πρινηχιποσ δελ λιβρε μερχαδο. Νεστλ πενσ(ι) εν ρεμεδιαρ εστε προβλεμα. Σεγυνδο, χομπρενδ(ι)α θυε λα προηιβιχι (ν) δε θυε λασ εξτρανφεροσ τυπιεραν αρχιονεσ ρεγιστραδασ ηαβ(ι)α ελεπαδο ελ χοστο δελ χαπιταλ, λο χυαλ, α συ πεζ, ηαβ(ι)α ινχιδιδο νεγατιπαμεντε εν συ ποσιχι (ν) χομπετιτιπα δεντρο δελ μερχαδο μυνδιαλ.

Χομο σε οβσερπα εν λα υλστραχι (ν) 17.12, αντεσ δε λεπανταρ λα προηιβιχι (ν), λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ (χον δερεχηο α ποτο) σε νεγοχιαβαν απροξιμαδαμεντε αλ δοβλε δελ πρεχιο δε λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ. Ελλο ινδιχα θυε λασ εξτρανφεροσ δεσεαβαν तेνερ μ(σ δε λασ θυε σε περμιτ(ι)αν, υνα πεζ ελιμναδασ λασ ρεστριχιονεσ. Σιν εμβαργο, χυανδο λα προηιβιχι (ν) φυε αβολιδα, ελ πρεχιο δε αμβοσ τιποσ δε αρχιονεσ χονπερρι(ι) δε ινμεδιατο: ελ δε λασ αρχιονεσ αλ πορταδορ δισμινυψ(ι) 25% ψ ελ δε λασ αρχιονεσ ρεγιστραδασ χρεχι(ι) 35%. Ψα θυε εστασ(ι) λτιμασ ρεπρεσενταβαν χερχα δε δοσ τερχερασ παρτεσ δελ τοταλ δε λασ αρχιονεσ χον δερεχηο α ποτο, ελ παλορ τοταλ δε μερχαδο δε Νεστλ αυμεντ(ι) μυχηο χυανδο ιντερναχιοναλιζ(ι) τοταλμεντε συ εστρυχυρα δε προπιεδαδ. Εσο σιγνιφιχα θυε ελ χοστο δε χαπιταλ χονταβλε δεχερι(ι) εν φορμα ιμπορταντε.

Ηιεταλα (1989) οβσερπ(ι) ελ φεν(ι)μενο δελ πρεχιο δε μερχαδο εν ελ δε λασ αρχιονεσ φινλανδεσασ. Λασ φιρμασ αχοστυμβραβαν εμιτρι αρχιονεσ χον ρεστριχιονεσ ψ σιν ελλασ, εν θυε λασ εξτρανφεροσ ποδ(ι)αν χομπραρ σ(ι)λο λασ σεγυνδασ. Ώστασ χονστυπιαν α λο συμο 20% δελ τοταλ δε υνα εμπρεσα φινλανδεσα. Δεβιδο α εστα ρεστριχι (ν) λεγαλ, σι υν εξτρανφερο θυερ(ι)α μ(σ) δε 20% δε υνα δε ελλασ, ποδ(ι)α ηαβερ δυαλιδαδ δε πρεχιοσ. Εν εφεχτο, Ηιεταλα δεσχυβρι(ι) θυε εν γενεραλ λασ εμπρεσασ φινλανδεσασ μοστραβαν ελ φεν(ι)μενο δε πρεχιο δε μερχαδο: λασ αρχιονεσ νο ρεστρινιδασ σε νεγοχιαβαν απροξιμαδαμεντε χον υνα πριμα δε 15% α 40% εν ρελαχι(ι) εν χον λασ αρχιονεσ ρεστρινιδασ. Εν λασ(ι) λτιμοσ(α)οσ, Φινλανδια αβολι(ι) πορ χομπλετο λασ ρεστριχιονεσ ιμπευσασ α λασ εξτρανφεροσ.

Profundización conceptual

Fijación de precio a los activos en las restricciones de la propiedad a los extranjeros¹⁴

En esta sección vamos a investigar de una manera formal cómo el precio de equilibrio de los activos se calcula cuando los extranjeros están sujetos a las restricciones referentes a la máxima propiedad proporcional en las compañías locales. Igual que antes, supondremos que hay dos países en el mundo: el anfitrión y el huésped. Para simplificar la exposición supondremos además que el país huésped impone una restricción a la propiedad de los inversionistas del país anfitrión, pero que éste no toma medidas equivalentes. En consecuencia, los inversionistas del país anfitrión no pueden tener más que cierto porcentaje de acciones de una transnacional; en cambio, a los inversionistas del país huésped no se les prohíbe en absoluto en el país anfitrión.

Como suponemos que no se impone restricción alguna a las acciones locales, un mismo activo local tiene precio idéntico para los inversionistas de ambos países, precio que es igual al precio de un mercado perfecto de capitales. En el caso de los activos locales, prevalece la ley de un precio. Sin embargo, sigue vigente el fenómeno de precio de mercado en las acciones de los extranjeros.

En concreto, a los activos del país anfitrión se les fijará el precio conforme a la ecuación 17.7: el modelo de fijación de precios a los activos internacionales en un mercado mundial de capitales totalmente integrado. Se procederá de modo distinto con las acciones de los extranjeros, según que el inversionista provenga de otro país o del país anfitrión. En el segundo caso, pagará una prima mayor del *precio del mercado perfecto*, que debería prevalecer cuando no haya restricciones; por el contrario, los procedentes de otro país recibirán un descuento a partir del precio del mercado perfecto. Ello significa que los inversionistas locales necesitarán un rendimiento más bajo de las acciones del país huésped que los extranjeros.

Eun y Janakiramanan (1986) ofrecen las siguientes soluciones a las tasas de equilibrio del rendimiento del activo internacional i , según las perspectivas del inversionista del país anfitrión y del país huésped, respectivamente:

$$\bar{R}_i^f = R_f + A^W W \text{Cov}(R_i, R_W) - (A^W W \text{ d}A^D D) [\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)] \quad (17.10)$$

$$\bar{R}_i^h = R_f + A^W W \text{Cov}(R_i, R_W) - [(1 - d)A^D D - A^W W] [\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)] \quad (17.11)$$

donde d representa la fracción de la i -ésima transnacional que se permite poseer a los inversionistas del país anfitrión, contados en su totalidad. En la ecuación anterior, el portafolio S designa el **portafolio de sustitución**, que es el de los activos del país anfitrión, el cual está más correlacionada con el portafolios F del mercado extranjero. Por lo tanto, el portafolios S puede considerarse el sustituto casero *óptimo* del portafolios F .

En el modelo anterior, las tasas de equilibrio de rendimiento dependen esencialmente de (1) la severidad de la restricción a la propiedad (d) y (2) de la capacidad de los inversionistas del país anfitrión para reproducir el portafolios del mercado internacional utilizando sus activos nacionales, que se mide por el **riesgo puro del mercado internacional**, $\text{Cov}(R_i, R_f) - \text{Cov}(R_i, R_S)$. En el caso especial en que el portafolios S sustituya perfectamente al portafolios F del mercado internacional, tendremos $\text{Cov}(R_i, R_f) = \text{Cov}(R_i, R_S)$. Entonces, al activo internacional se le fijará el precio como si los mercados mundiales de capital estuviesen totalmente integrados desde la perspectiva de ambos inversionistas, aun cuando esté vigente una restricción a la propiedad. No obstante, por lo regular los inversionistas del país anfitrión pagarán una prima por los activos internacionales (es decir, aceptan una tasa de rendimiento más baja que la del mercado perfecto de capitales) en la medida que no pueden reproducir exactamente el portafolios del mercado internacional utilizando activos locales. En cambio, los inversionistas del país huésped recibirán un descuento, es decir, una tasa más alta que la del mercado perfecto.

¹⁴ El lector puede pasar al ejemplo numérico sin que la continuidad se pierda.

EJEMPLO 17.2

Ejemplo numérico Para explicar el efecto que las restricciones a la propiedad extranjera tiene en el costo del capital fijo de una firma, realizamos una simulación numérica usando la economía modelo descrita en la ilustración 17.13.

En ella se muestran la desviación estándar y la matriz de correlación de dicha economía. Las empresas D1 a D4 pertenecen al país anfitrión y las empresas F1 a F4 al país huésped. Para simplificar la exposición, la matriz de correlación refleja el hecho estilizado de que el rendimiento de los activos suele estar menos correlacionado entre las naciones que dentro de un país; se supone que la correlación por pares es uniformemente 0.50 en una nación y 0.15 entre varias. Tanto los inversionistas locales como externos tendrían la misma medida de aversión al riesgo agregada y la tasa libre de riesgo sería de 9%.

En la ilustración 17.14 se considera el caso en que el país extranjero o huésped impone una restricción de 20% a la propiedad ($d_F = 20\%$), mientras que el país anfitrión no impone restricción alguna a los inversionistas extranjeros. En tal situación, a los activos de este último se les fija precio como si los mercados de capital estuviesen totalmente integrados. En cambio, a los activos del país huésped se les fija el precio de mercado.

En términos generales, la ilustración indica que el costo de capital de la compañía tiende a ser más alto cuando la restricción de la propiedad es de 20% que cuando la integración es completa. Esto implica que la restricción sobre la propiedad del capital extranjero tendrá un efecto negativo en el costo del capital contable de la compañía. Para facilitar la comparación, damos de nuevo los resultados conseguidos mediante la segmentación y la integración completas. Pongamos el caso de la empresa F1. La ilustración muestra que, con una restricción de la propiedad de 20%, el costo de capital es 22.40%, que se calcula como el promedio ponderado de los rendimientos requeridos por los inversionistas locales y extranjeros en F1. Note que sin la restricción el costo del capital habría disminuido de modo sustancial: 19.03%. También vale la pena señalar que cuando prevalece el fenómeno del precio de mercado, el costo del capital dependerá de que los inversionistas —locales o extranjeros— aporten capital. La ilustración incluye el caso en que ambos países imponen restricciones en el nivel de 20%, es decir, ($d_D = 20\%$ y $d_F = 20\%$). Se deja al lector la interpretación del caso.

ILUSTRACIÓN 17.13

Descripción de la economía muestra

Χομπα)α	Πρεχιο φυτωρο εσπεραδο δε λα αρχι Γν (Ξ)	Δεσπιαχι Γν εστ(νδαρ δελ πρεχιο δε λα αρχι Γν (Ξ)	Ματριζ δε χορρελαχι Γν							
			Δ2	Δ3	Δ4	Φ1	Φ2	Φ3	Φ4	
Δ1	100	16	.50	.50	.50	.15	.15	.15	.15	
Δ2	100	20		.50	.50	.15	.15	.15	.15	
Δ3	100	24			.50	.15	.15	.15	.15	
Δ4	100	28				.15	.15	.15	.15	
Φ1	100	18					.50	.50	.50	
Φ2	100	22						.50	.50	
Φ3	100	26							.50	
Φ4	100	30								

Νοτα: λασ φημοσ Δ1 α Δ4 σοη δελ πα)σ αηφιτρι Γν, μεηηρασ θυε λασ φημοσ Φ1 α Φ4 σοη δελ πα)σ ηυ)σπεδ. Σε συποηε θυε λα τασα δε ιηηερ)σ λιβρε δε ριεσγο εσ 9%. Σε συποηε θυε λασ ιηηερ)οηιστασ δε αμβοσ πα)σσοσ τηεηεη λα μισμα μεδιδα (αβσολλυα) δε αηηερ)σ Γν α) ριεσγο αηρεγαδα.

ILUSTRACIÓN 17.14

Equilibrios del mercado de capitales internacionales: efecto de las restricciones impuestas a la propiedad de acciones en manos extranjeras

Αχτιωο	Σεγεμενταχι Γν τοπαλ	Ρεστριχχι Γν		Ιντεγεραχι Γν τοπαλ
		Δ %	20% %	
<i>A. Εθνιλιβριο δελ προχιιο δελ αχτιωο (Ξ)^α</i>				
Δ1	81.57 83.04/87.45	85.25		85.25
Δ2	78.53 80.45/86.22	83.34		83.34
Δ3	75.30 77.75/85.07	81.41		81.41
Δ4	71.88 74.86/83.82	79.34		79.34
Φ1	79.19 86.91/81.12	87.86/80.16		84.01
Φ2	75.87 85.66/78.31	86.87/77.11		81.99
Φ3	72.34 84.50/75.38	85.92/73.96		79.94
Φ4	68.62 83.24/72.28	84.90/70.62		77.76
<i>B. Χοοτο δε χαπιταλ χονταβλε (%)</i>				
Δ1	22.59 19.15	17.30		17.30
Δ2	27.34 22.54	19.99		19.99
Δ3	32.80 26.24	22.84		22.84
Δ4	39.12 30.46	26.04		26.04
Φ1	26.28 21.54	22.40		19.03
Φ2	31.80 25.34	26.48		21.97
Φ3	38.24 39.96	32.82		25.09
Φ4	45.73 47.95	38.85		28.60

^α Λας δος χιφρας ινδιχαν ελ προχιιο δε λος αχτιωος δε λος ινπερσιονιστας λοχαλες ψ εζτρανφερος, ρεσπεχτιπαμεντε.

La estructura financiera de las subsidiarias

Uno de los problemas de los administradores financieros de las multinacionales es cómo determinar la estructura financiera de las subsidiarias en el extranjero. En opinión de Lessard y Shapiro (1984), hay tres formas de hacerlo:

1. Cumplir con la norma de la compañía matriz.
2. Satisfacer la norma del país donde opera la subsidiaria.
3. Adaptarse con prudencia para aprovechar las oportunidades de reducir los impuestos, los costos financieros y los riesgos, sacando además partido de las imperfecciones del mercado.

El método que se adopte dependerá principalmente de si la compañía matriz es responsable de las obligaciones financieras de su subsidiaria y en qué medida. Cuando tiene plena responsabilidad, no importa la estructura financiera independiente de la subsidiaria; lo que importa es la de ella. Cuando la matriz tiene una responsabilidad legal y moral, los acreedores estudiarán el estado financiero de la compañía matriz, no el de la subsidiaria.

Sin embargo, la estructura financiera de la subsidiaria cobra importancia en dos casos: si la compañía matriz está dispuesta a que su subsidiaria incumpla o es difícil hacer valer en el extranjero la garantía que aquélla ofrece respecto a las obligaciones financieras de la subsidiaria. Entonces, los acreedores potenciales analizarán a fondo el estado financiero de la subsidiaria para determinar el riesgo de incumplimiento. De ahí la necesidad de que la subsidiaria escoja su estructura financiera que le permita atenuar dicho riesgo, junto con sus costos financieros.

En realidad, la compañía matriz no puede permitir que la subsidiaria no pague sus deudas, pues eso perjudicaría de alguna manera sus operaciones en el ámbito mundial. El incumplimiento de una subsidiaria puede acabar con la reputación de la matriz, acrecentar su costo de capital y dificultar emprender proyectos futuros en la nación donde ocurra el incumplimiento. Varias encuestas, entre ellas la de Robert Stobaugh, indican claramente que las compañías

matrices de multinacionales no permitirán que incumplan sus subsidiarias, cualesquiera que sean las circunstancias.

He aquí una consecuencia inmediata de la obligación legal y moral de la matriz para pagar las deudas de la subsidiaria: la compañía matriz debería vigilar la situación financiera de ésta y cerciorarse de que sus demás aspectos financieros no sufran las consecuencias de la estructura financiera de la subsidiaria. Lo que en verdad importa es el impacto secundario que la estructura financiera de la subsidiaria tendrá en la estructura financiera global de la compañía matriz. De ahí la necesidad de seleccionar una estructura para la subsidiaria que permita reducir al mínimo el costo de capital de la compañía matriz.

A la luz de lo dicho, no podemos considerar apropiado el primero ni el segundo método con que se determina la estructura financiera de la subsidiaria. El primero, en el que se plantea reproducir la estructura financiera de la compañía matriz, no conlleva necesariamente reducir al mínimo el costo de capital global de la compañía matriz. Supongamos que la subsidiaria puede obtener préstamos a una tasa subsidiada, porque el gobierno anfitrión desea a toda costa atraer inversión extranjera. Entonces, la subsidiaria debería conseguir préstamos allí y aprovechar la tasa de interés baja, aun cuando su razón de deuda supere la norma de la compañía matriz. En caso de juzgarlo necesario, ésta puede limitarse a reducir su razón de deuda. En otras palabras, la distribución de la deuda entre la matriz y la subsidiaria puede ajustarse para aprovechar el financiamiento subsidiado. En el caso especial en que la subsidiaria opera en un país que regula su estructura financiera, sería difícil aplicar la norma de la matriz, aun cuando conviniera hacerlo.

En el segundo método propuesto por Stonehill y Stitzel (1969) se adopta la norma local del financiamiento. En esencia, podemos sintetizarlo con aquello de que “Al país al que fueres haz lo que vieres”. Una empresa podrá aminorar las probabilidades de ser objeto de críticas si obedece la norma local. El método es aplicable sólo cuando la compañía matriz no asume la responsabilidad de las obligaciones de su subsidiaria y ésta tiene que depender del financiamiento local debido, digamos, a la segmentación de los mercados; de lo contrario no conviene. Supongamos que las subsidiarias acaten la norma local, que refleja el entorno cultural, económico e institucional del país anfitrión. Entonces la estructura financiera mundial de la compañía matriz se determinará estrictamente en forma “residual”; lo cual difícilmente será una estructura óptima que reduzca al mínimo su costo global de capital. Cuando la norma local refleja, por ejemplo, la naturaleza inmadura de los mercados financieros del país anfitrión, una subsidiaria de la multinacional con fácil acceso a los mercados financieros mundiales debería acatar sin reservas la norma local. Con ello la multinacional renuncia a la ventaja de un costo menor del capital.

Y esto nos lleva al tercer método, que parece ser el más razonable y compatible con la meta de disminuir al mínimo el costo global del capital. La subsidiaria debería aprovechar en lo posible los préstamos subsidiados cuando estén disponibles, y también tomar ventaja de las deducciones de impuestos en los intereses; eso lo hace obteniendo préstamos más grandes de lo que indica la norma de la compañía matriz, cuando la tasa corporativa del impuesto sobre la renta sea mayor en el país anfitrión que en el país huésped, salvo que le convenga más recurrir a los créditos fiscales de los extranjeros.

Aparte del factor tributario, el riesgo político es otro que hay que tener en cuenta al seleccionar el método de financiar a la subsidiaria. Generalmente, éste favorece el endeudamiento local sobre el financiamiento directo de la compañía matriz, la cual puede renunciar a la deuda local de su subsidiaria en caso de que se expropien los activos de ésta. Pueden reducirse los riesgos de expropiación, cuando la subsidiaria recibe financiamiento de acreedores y accionistas locales. Si opera en un país subdesarrollado, el financiamiento procedente de organismos internacionales como el Banco Mundial y la Corporación Financiera Internacional puede disminuir el riesgo político. Si se debe optar por la deuda externa o por el financiamiento por venta de capital, el riesgo político tiende a favorecer la deuda, esto se debe a que el gobierno anfitrión admite repatriar fondos mediante intereses mucho mejor que mediante dividendos.

En síntesis, por ser la compañía matriz responsable legal y/o moralmente de las obligaciones financieras de su subsidiaria, habrá de seleccionar la estructura financiera de esta última, teniendo presente el efecto que ello tendrá en su estructura financiera global. Sin embargo, a la subsidiaria deberá permitírsele aprovechar las oportunidades de financiamiento que ofrezca el

país anfitrión, pues contribuye a alcanzar la meta de disminuir al mínimo el costo de capital de la compañía matriz. En caso necesario, ésta puede ajustar su estructura financiera para obtener la estructura financiera global óptima.

RESUMEN

En este capítulo hemos explicado el costo de capital de una multinacional. La tendencia a desarrollar mercados financieros más liberalizados y menos regulados se refleja en el hecho de que las principales corporaciones del mundo empiezan a internacionalizar su estructura de capital al permitir a los extranjeros mantener sus acciones y sus deudas.

1. La comparación internacional del costo de los fondos indica lo siguiente: aunque en los últimos años el costo de los fondos converge entre los países importantes, los mercados financieros internacionales no están enteramente integrados. Ello significa que las compañías pueden acrecentar su valor de mercado con sólo recabar prudentemente capital en el extranjero.
2. Cuando una empresa opera en un mercado segmentado de capitales, puede atenuar los efectos negativos si realiza cotizaciones cruzadas de sus acciones en los mercados accionarios, con lo cual la acción puede negociarse a nivel internacional.
3. Una empresa puede beneficiarse con ese tipo de cotización en dos formas: *a)* un costo menor del capital y un costo mayor de las acciones; *b)* el acceso a nuevas formas de fuentes de capital.
4. Cuando las acciones de una compañía presentan cotización cruzada en las bolsas mundiales dentro de un mercado de capital segmentado, el precio que se les fije dependerá del riesgo sistemático mundial como si los mercados internacionales estuviesen plenamente integrados. En el ámbito internacional, el precio que se fije a los activos no negociables dependerá tanto del riesgo sistemático de la nación como de un riesgo sistemático mundial indirecto. Esto refleja el efecto de desbordamiento de los precios generado por los activos negociables en el ámbito internacional.
5. Aunque actualmente predomina la tendencia a mercados financieros más liberales, muchas naciones todavía imponen restricciones a la inversión extranjera, especialmente al porcentaje de propiedad máxima de los extranjeros en empresas locales. En una restricción a la propiedad, los inversionistas del país anfitrión y del huésped pueden tener diferentes precios de sus acciones, originándose así el fenómeno de precios según el mercado, el cual generalmente aumenta el costo global del capital de la compañía.
6. La compañía matriz debería elegir el método de financiamiento de sus subsidiarias con vistas a reducir en lo posible su costo global de capital. En la medida en que asuma la responsabilidad de las obligaciones financieras de las subsidiarias, la estructura financiera de éstas carecerá de importancia.

TÉRMINOS CLAVE

activo negociable a nivel internacional, 435	fenómeno de precios de mercado, 438	mercados mundiales de capital totalmente integrados, 436
activo no negociable a nivel internacional, 435	medida de aversión del riesgo agregada, 435	modelo de fijación de precio de los activos internacionales, 435
beta, 424	mercado de capitales totalmente segmentado, 436	modelo de fijación de precio del activo de capital (CAPM), 424
costo de capital, 423	mercados financieros mundiales parcialmente integrados, 436	portafolio de mercado, 424
costo promedio ponderado del capital, 423		
efecto desbordante de los precios, 436		
estructura de capital, 422		

portafolio de mercado nacional (extranjero), 436	riesgo país sistemático, 436	riesgo sistemático mundial, 436
portafolio de sustitución, 440	riesgo puro del mercado internacional, 440	riesgo sistemático mundial indirecto, 437
portafolio del mercado mundial, 436	riesgo sistemático, 424	ventaja gratuita (<i>free ride</i>), 437

CUESTIONARIO

1. Suponga que su empresa opera en un mercado segmentado de capitales. ¿Qué medidas recomendaría para atenuar los efectos negativos?
2. Explique por qué y cómo el costo de capital de una empresa puede disminuir cuando realiza la cotización cruzada de sus acciones en las bolsas mundiales.
3. Explique el *efecto de desbordamiento* de precios.
4. ¿En qué sentido las compañías con activos no negociables logran una *ventaja gratuita* de aquellas cuyos valores se negocian a nivel mundial?
5. Defina y explique el *riesgo sistemático mundial indirecto*.
6. Indique cómo el costo de capital se calcula en los mercados segmentados y en los integrados.
7. Suponga que existe un activo no negociable que guarda una correlación positiva perfecta con un portafolio T de activos negociables. ¿En qué forma se le fijará el precio al primero?
8. Exponga los factores que impulsaron a Novi Industri a cotizar sus acciones en Estados Unidos. ¿Qué lecciones podemos aprender de su experiencia?
9. Explique las restricciones a la propiedad del capital por parte de extranjeros. ¿A qué se debe que los países las impongan?
10. Explique el *fenómeno de precios según el mercado*.
11. Explique cómo la prima y el descuento se determinan al momento de fijar el precio de los activos de mercado. ¿Cuándo la ley de un precio predominará en los mercados internacionales de capital aun cuando se impongan restricciones a la propiedad de acciones por extranjeros?
12. ¿En qué condiciones cobra importancia la estructura financiera de una subsidiaria extranjera?
13. ¿En qué casos recomendaría que la subsidiaria extranjera acatara las normas locales de la estructura financiera?

PROBLEMAS

Resuelva los problemas 1-3 basándose en los datos del mercado accionario que se dan en la tabla anexa.

	Χοεφικιεντες δε χορρελαχι ίν			ΔE (%)	\bar{P} (%)
	Τελμεξ	Μίξιχο	Μυνδο		
Τελμεξ	1.00	.90	0.60	18	?
Μίξιχο		1.00	0.75	15	14
Μυνδο			1.00	10	12

Εν λα ταβλα σε δα λα χορρελαχι ίν εντρε Τελμεξ, χομπα)ί α δε τελί φονο/χομυνηαχιονες σπα-δα εν Μίξιχο, ελ ίνδιχε δελ μερχαδο αχχιοναριο δε εσε παίσψ ελ ίνδιχε δελ μερχαδο μυνδιαλ φυντο χον λα δεσπιαχι ίν εστ(νδαρ (ΔE) δε λος ρενδιμιεντος ψ λος ρενδιμιεντος εσπεραδος (P). Λα τασα λιβρε δε ριεσγο εσ 5%.

1. Calcule la beta del país anfitrión de Telmex y también su beta mundial. ¿Qué miden esos parámetros?

2. Suponga que el mercado accionario de México está segmentado del resto del mundo. Mediante el paradigma CAPM estime el costo de capital de Telmex.
3. Suponga que Telmex ha hecho negociables sus acciones en el ámbito internacional al inscribirse en la Bolsa de Nueva York. Usando de nuevo el paradigma CAPM, calcule su costo de capital. Explique los efectos que el precio internacional de las acciones de Telmex puede tener en sus decisiones de precio de las acciones e inversiones.

EJERCICIOS DE INTERNET



Es usted un accionista controlador de Dragon Semicon establecida en Taiwán, compañía con un gran potencial económico. A fin de financiar el crecimiento futuro, estudia la conveniencia de inscribir las acciones en la Bolsa de Nueva York o en la de Londres. Visite el sitio web de ambas; después averigüe y compare sus requisitos de cotización y revelación aplicables a las multinacionales.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Adler, Michael, "The Cost of Capital and Valuation of a Two-Country Firm", *Journal of Finance* 29 (1974), pp. 119-132.
- Alexander, Gordon, Cheol Eun y S. Janakiraman, "Asset Pricing and Dual Listing on Foreign Capital Markets: A Note", *Journal of Finance* 42 (1987), pp. 151-158.
- , "International Listings and Stock Returns: Some Empirical Evidence", *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 23 (1988), pp. 135-151.
- Bailey, Warren y Julapa Jagtiani, "Foreign Ownership Restrictions and Stock Prices in the Tahi Market", *Journal of Financial Economics* 36 (1994), pp. 57-87.
- Black, Fisher, "International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers", *Journal of Financial Economics* 1 (1974), pp. 337-352.
- Bodie, Zvi, Alex Kane y Alan J. Marcus, *Investments*, 2a. ed., Burr Ridge, Ill.: Irwin, 1993.
- Chan, K. C., Andrew Karolyi y Rene Stulz, "Global Financial Markets and the Risk Premium on U.S. Equity", *Journal of Financial Economics* 32 (1992), pp. 137-167.
- Chaplinsky, Susan y Latha Ramchand, "The Rationale for Global Equity Offerings", University of Virginia, papeles de trabajo, 1995.
- Cohn, Richard y John Pringle, "Imperfections in International Financial Markets: Implications for Risk Premia and the Cost of Capital to Firms", *Journal of Finance* 28 (1973), pp. 59-66.
- Dahya, J., J. McConnell y N. Travlos, "The Cadbury Committee, Corporate Performance, and Top Management Turnover", *Journal of Finance* 57 (2002), pp. 461-483.
- Doidge, Craig, Andrew Karolyi y Rene Stulz, "Why Are Foreign Firms Listed in the U.S. Worth More?", Ohio State University, papeles de trabajo (2001).
- Errunza, Vihang y Etienne Losq, "International Asset Pricing Under Mild Segmentation: Theory and Test", *Journal of Finance* 40 (1985), pp. 105-124.
- Eun, Cheol y S. Janakiraman, "A Model of International Asset Pricing with a Constraint on the Foreign Equity Ownership", *Journal of Finance*, 41 (1986), pp. 897-914.
- French, K. y J. Poterba, "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review* 81 (1991), pp. 222-226.
- Glaum, Martin y Udo Mandler, "Global Accounting Harmonization from a German Perspective: Bridging the GAAP", Europa-Universitaet Viadrina, papeles de trabajo, 1996.
- Harvey, Campbell, "The World Price of Covariance Risk", *Journal of Finance* 46 (1991), pp. 111-157.
- Hietala, Pekka, "Asset Pricing in Partially Segmented Markets: Evidence from the Finnish Markets", *Journal of Finance* 44 (1989), pp. 697-718.
- Jayaraman, N., K. Shastri y K. Tandon, "The Impact of International Cross Listings on Risk and Return: The Evidence from American Depositary Receipts", *Journal of Banking and Finance* 17 (1993), pp. 91-103.
- Karolyi, G. Andrew, "What Happens to Stocks That List Shares Abroad? A Survey of the Evidence and its Managerial Implications", University of Western Ontario, papeles de trabajo, 1996.
- Lang, Mark, Karl Lins y Darius Miller, "ADRs, Analysts, and Accuracy: Does Cross Listing in the United States Improve a Firm's Information Environment and Increase Market Value?", *Journal of Accounting Research* 41 (2003), pp. 317-345.
- Lee, Kwang Chul y Chuck C. Y. Kwok, "Multinational Corporations vs. Domestic Corporations: International Environmental Factors and Determinants of Capital Structure", *Journal of International Business Studies* 19 (1988), pp. 195-217.
- Lessard, D. y A. Shapiro, "Guidelines for Global Financing Choices", *Midland Corporate Finance Journal* 3 (1984), pp. 68-80.
- Loderer, Claudio y Andreas Jacobs, "The Nestlé Crash", *Journal of Financial Economics* 37 (1995), pp. 315-339.
- McCauley, Robert y Steven Zimmer, "Exchange Rates and International Differences in the Cost of Capital", en Y. Amihud y R. Levich (eds.), *Exchange Rates and Corporate Performance*, Burr Ridge, IL: Irwin, 1994, pp. 119-148.
- Miller, Darius, "The Market Reaction to International Cross-listing: Evidence from Depositary Receipts", *Journal of Financial Economics* 51 (1999), pp. 103-123.

- Mittoo, Usha, "Additional Evidence on Integration in the Canadian Stock Market", *Journal of Finance* 47 (1992), pp. 2035-2054.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffee, *Corporate Finance*, 3a. ed., Burr Ridge, Ill.: Irwin, 1987.
- Sarkissian, Sergei y Michael Schill, "The Overseas Listing Decision: New Evidence of Proximity Preference", *Review of Financial Studies* 17 (2004), pp. 769-809.
- Stapleton, Richard y Marti Subrahmanyam, "Market Imperfections, Capital Market Equilibrium and Corporation Finance", *Journal of Finance* 32 (1977), pp. 307-321.
- , *Capital Market Equilibrium and Corporate Financial Decisions*, Greenwich, Conn.: JAI Press, 1980.
- Stobaugh, Robert, "Financing Foreign Subsidiaries of U.S Controlled Multinational Enterprises", *Journal of International Business Studies* (1970), pp. 43-64.
- Stonehill, Arthur y Kare Dullum, *Internationalizing the Cost of Capital*, Nueva York: John Wiley and Sons, 1982.
- Stonehill, Arthur y Thomas Stitzel, "Financial Structure and Multinational Corporations", *California Management Review* (1969), pp. 91-96.
- Stulz, Rene, "On the Effect of Barriers to International Investment", *Journal of Finance* 36 (1981), pp. 923-934.
- , "Pricing Capital Assets in an International Setting: An Introduction", *Journal of International Business Studies* 16 (1985), pp. 55-74.
- , "The Cost of Capital in Internationally Integrated Markets: The Case of Nestlé", *European Financial Management* 1 (1995), pp. 11-22.
- , "Does the Cost of Capital Differ across Countries? An Agency Perspective", *European Financial Management* 2 (1996), pp. 11-22.
- Stulz, Rene y Walter Wasserfallen, "Foreign Equity Investment Restrictions, Capital Flight, and Shareholder Wealth Maximization: Theory and Evidence", *Review of Financial Studies* 8 (1995), pp. 1019-1057.
- Subrahmanyam, Marti, "On the Optimality of International Capital Market Integration", *Journal of Financial Economics* 2 (1975), pp. 3-28.

17A Fijación de precios a activos no negociables: simulaciones numéricas

Para explicar más a fondo los resultados teóricos presentados en la sección anterior, ofrecemos un ejemplo numérico en el que suponemos un mundo de dos países y de ocho empresas, como se aprecia en la ilustración 17.13, para alcanzar los precios de equilibrio de las acciones y las tasas esperadas de rendimiento, o bien, los costos del capital contable, con las estructuras alternas de los mercados internacionales de capital.

La ilustración 17A.1 contiene tanto los precios de equilibrio de los activos como los costos del capital contable de las compañías, que se calcularon siguiendo los modelos de fijación de precios descritos en páginas anteriores. Como se aprecia en la ilustración, la cotización cruzada del activo local D1 en la bolsa internacional de un mercado segmentado disminuye el costo de equilibrio del capital contable de 22.59% (con la segmentación) a 17.30% tras la cotización cruzada. Por supuesto, el costo disminuye al negociar el activo a nivel mundial.

Una vez aplicada la cotización cruzada al activo D1, se le fija un precio (\$85.25) que produzca la misma tasa de rendimiento que se obtendría en la integración completa. Más aún, cuando el activo local se cotiza de manera cruzada, activos no negociables en el ámbito mundial también experimentarán una disminución de su costo de capital. Pongamos el caso del activo D2: el costo de capital disminuye de 27.34% con la segmentación a 23.72% tras la cotización cruzada del activo D1. Ello se debe al efecto de desbordamiento generado por el activo D1 al negociarse en el mundo. Además, la ilustración 17A.1 muestra lo siguiente: cuando al activo extranjero F1 se le aplica la cotización cruzada en el país anfitrión, reducirá su costo de capital contable y también el de otras trasnacionales. En la ilustración se observa que, al recurrir a la cotización cruzada, el costo del capital contable de F1 disminuye de 26.28% a 19.03%, lo mismo que cuando los mercados de capital estaban totalmente integrados. Otros activos del exterior que siguen siendo no negociables a nivel mundial también muestran una reducción del costo de capital, debido al efecto de desbordamiento en la cotización cruzada de F1.

ILUSTRACIÓN 17A.1

Equilibrios del mercado de capitales internacionales: el efecto de cotizaciones cruzadas

Αρχιτω	Σεγμενταχι (ν χομπλετα	Χοτιζαχι (ν χρυζαδα δελ αρχιτω Δ1	Χοτιζαχι (ν χρυζαδα δε λος αρχιτωσ Δ1 ψ Φ1	Ιντεγγραχι (ν τοπαλ
<i>A. Πρεχιος δε εθυλιβριο δε λος αρχιτωσ (Ξ)</i>				
Δ1	81.57	85.25	85.25	
Δ2	78.53	80.83	83.34	
Δ3	75.30	78.06	81.41	
Δ4	71.88	75.10	79.34	
Φ1	79.19	78.57	84.01	
Φ2	75.87	75.11	81.99	
Φ3	72.34	71.45	79.94	
Φ4	68.62	67.59	77.76	
<i>B. Χοστω δελ χαπιταλ χονταβλε (%)</i>				
Δ1	22.59	17.30	17.30	
Δ2	27.34	23.72	19.99	
Δ3	32.80	28.11	22.84	
Δ4	39.12	33.16	26.04	
Φ1	26.28	27.28	19.03	
Φ2	31.80	33.14	21.97	
Φ3	38.24	39.96	25.09	
Φ4	45.73	47.95	28.60	

18 Presupuestación del capital internacional

Repaso de la presupuestación del capital nacional

El modelo del valor presente ajustado

Presupuestación de capital desde la perspectiva de la compañía matriz

Generalidad del modelo del valor presente ajustado

Estimación del tipo de cambio esperado futuro

APLICACIÓN DE UN CASO: Centralia Corporation

Ajuste al riesgo en el análisis del presupuesto de capital

Análisis de sensibilidad

Suposición de la paridad del poder de compra

Opciones reales

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO 1: Dorchester, Ltd.

MINICASO 2: Strik-it-Rich Gold Mining Company

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE LIBRO hemos adoptado la idea de que el objetivo fundamental del gerente financiero es maximizar la riqueza de los accionistas. La riqueza se crea cuando la compañía efectúa una inversión cuyo rendimiento en valor presente será mayor que los costos. Tal vez la decisión más importante del gerente se relaciona con la elección del proyecto de capital. Por su misma naturaleza los proyectos de capital consisten en invertir en los activos fijos que constituyen la capacidad productiva de la empresa. Esas inversiones, que suelen ser caras en relación con el valor total de la compañía, determinarán la eficiencia con que producirá lo que desea vender y por lo mismo también su rentabilidad. En total, de ellas dependerá la posición competitiva en el mercado de productos y la supervivencia a largo plazo. De ahí la importancia de un modelo válido de análisis. El método generalmente aceptado en las finanzas modernas consiste en utilizar el **valor presente neto (VPN)** descontado del modelo del flujo de efectivo.

En el capítulo 16 explicamos por qué una multinacional invierte en otro país. En el capítulo 17 estudiamos su costo de capital. Vimos que, si podía recabar fondos del extranjero en lugar de limitarse al financiamiento nacional, lograría un costo más bajo que una empresa local por las mayores oportunidades de hacerlo. Un costo menor significa un número mayor de proyectos de capital con un valor presente neto positivo. En este capítulo nos proponemos describir a fondo un método que permita analizar la inversión en un proyecto internacional de capital. La metodología que presentamos se basa en un modelo analítico formalizado por Donald Lesaard (1985). El valor presente ajustado (VPA) es una ampliación del valor presente neto, que se recomienda su utilización al analizar los costos locales de capital. Como se verá, la metodología el VPA facilita el análisis de los flujos especiales de efectivo que caracterizan a costos de capital internacional.

La mayoría de los lectores estarán familiarizados con el análisis del VPN, así como tendrán pericia en otras técnicas de evaluación de costos de capital como herramienta que ayuda al gerente financiero a aumentar al máximo la riqueza de los accionistas. Por eso el capítulo inicia con un breve repaso del modelo básico de la presupuestación de capital a partir del valor presente neto. A continuación ampliamos dicho marco de trabajo hasta convertirlo en un modelo

del valor presente ajustado (VPA), por analogía con la ecuación Modigliani-Miller para calcular el valor de una firma apalancada. Después ampliamos el modelo del VPA para que lo utilice una multinacional al analizar una inversión de capital en el extranjero. El capítulo incluye una aplicación en un caso que muestra cómo implementar el modelo de las decisiones basadas en el valor presente ajustado.

Repaso de la presupuestación del capital nacional

La ecuación referente a la presupuestación de capital del valor presente neto básico se expresa así:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{FE_t}{(1+K)^t} + \frac{VT_T}{(1+K)^T} - C_0 \quad (18.1)$$

donde:

- FE_t flujo de efectivo esperado después de impuestos en el año t
- VT_T valor terminal esperado después de impuestos, incluida la recaptación del capital de trabajo
- C_0 inversión inicial
- K costo promedio ponderado de capital
- T vida económica del proyecto de capital en años

El valor presente neto (VPN) (*net present value*, NPV) de un proyecto de capital es el de todos los ingresos en efectivo —incluidos los que se reciban al final de su vida— menos el de todos los egresos de efectivo. Según la *regla del valor presente neto*, un proyecto se acepta si $VPN \geq 0$ y se rechaza si $VPN < 0$.

El método de la tasa interna de rendimiento (TIR) (internal rate of return, IRR) y el índice de rentabilidad son tres métodos más con que se analiza el costo de capital. Con el primero se resuelve la tasa de descuento, o sea la tasa interna que hace cero el valor presente neto. En muchos casos un proyecto tendrá una sola tasa interna y la regla de decisión establece escoger el proyecto cuando $TIR \geq K$. Sin embargo, en ciertas circunstancias tendrá múltiples tasas internas de rendimiento, lo cual dificultará interpretar la regla en caso de que una o varias de ellas sean menores que K . El método de recuperación determina el periodo necesario para que los ingresos acumulados de efectivo “restituyan” el desembolso inicial en efectivo; cuanto más corto sea el periodo de recuperación, más aceptable será el proyecto. Sin embargo, el método prescinde del valor del dinero en el tiempo. El índice de rentabilidad se calcula al dividir el valor presente neto de los ingresos de efectivo entre el desembolso inicial; cuanto más grande sea la razón, más aceptable será el proyecto. Pero cuando se trata de proyectos mutuamente excluyentes, puede surgir un conflicto entre el índice de rentabilidad y el criterio del valor presente neto debido a la escala de las inversiones. Si la compañía no se sujeta a un racionamiento de capital, se acepta generalmente que los conflictos deberían resolverse en favor del criterio del VPN. Por lo regular esta regla de decisión se considera el modelo más idóneo para analizar los costos de presupuestación de capital.

Por ahora es necesario ampliar la ecuación del valor presente neto. Pero antes conviene hablar de los flujos anuales de efectivo. Al elaborar el presupuesto de capital, sólo nos interesa el cambio de los flujos totales de efectivo atribuibles al costo de capital. FE representa el cambio gradual del flujo total de efectivo de la compañía en el año t que proviene del proyecto de capital. En términos algebraicos puede definirse así:

$$CF_t = (R_t - C_t - D_t - I_t)(1 - \tau) - D_t - I_t(1 - \tau) \quad (18.2a)$$

$$I_t N_t - D_t - I_t(1 - \tau) \quad (18.2b)$$

La ecuación (18.2a) es una expresión muy detallada del flujo gradual de efectivo que vale la pena conocer, a fin de aplicar fácilmente el modelo. Se observa que FE_t es la suma de tres flujos, es decir, que el precedente del proyecto de capital se dirige a tres grupos. En primer término —como se aprecia en la ecuación (18.2b)— es el ingreso esperado, N_t , que pertenece a los accionistas de la compañía. El $I_t N_t$ gradual se calcula como el valor $(1 - \tau)$ después de

impuestos de la fluctuación del ingreso por ventas, R_t , generado por el proyecto menos los costos operativos correspondientes, CO_t , menos la depreciación del proyecto, D_t , menos el gasto por intereses, I_t . (Como veremos más adelante en el capítulo, tan sólo nos interesa el gasto que concuerde con la estructura óptima de capital de la compañía y con la capacidad de financiarse creada por el proyecto.) El segundo término representa el hecho de que la depreciación *no* es un gasto *en efectivo*, o sea que D_t se resta al calcular I_tN sólo con fines fiscales. Vuelve a sumarse porque este efectivo realmente no salió de la compañía en el año t . Podemos verlo como la recuperación de una parte de la inversión inicial, C_0 , en el año t . El último término representa el pago de intereses a los accionistas después de impuestos.

$$FE_t = (R_t - OC_t - D_t)(1 - \tau) + D_t \quad (18.2c)$$

$$INO_t(1 - \tau) + D_t \quad (18.2d)$$

La ecuación (18.2c) contiene una fórmula más simple para calcular FE_t . Los dos se cancelan puesto que $I_t(1 - \tau)$ se resta al determinar INO_t en la ecuación (18.2a) y luego se suma. El primer término de la ecuación (18.2c) representa el ingreso operativo neto (*net operating income*, NOI) después de impuestos, $INO_t(1 - \tau)$, como se indica en la ecuación (18.2d).

$$FE_t = (R_t - OC_t)(1 - \tau) + \tau D_t \quad (18.2e)$$

$$FEO_t(1 - \tau) + \tau D_t \quad (18.2f)$$

flujo gradual nominal de efectivo después de impuestos en el año t

La ecuación (18.2e) contiene una fórmula todavía más sencilla para calcular FE_t . Muestra el resultado de la ecuación (18.2c) al combinar el valor después de impuestos del gasto por depreciación, $(1 - \tau)D_t$, con el valor antes de impuestos de D_t . El resultado de esta combinación es el importe τD_t en la ecuación (18.2e), que representa el ahorro fiscal obtenido porque D_t es un concepto deducible de impuestos. Como se resume en la ecuación (18.2f), el primer término de la ecuación (18.2e) representa el flujo operacional de efectivo después de impuestos, $FEO_t(1 - \tau)$; asimismo, el segundo término representa los ahorros fiscales conseguidos con el gasto por depreciación.¹

El modelo del valor presente ajustado

Para proseguir nuestra exposición es necesario ampliar el modelo del valor presente neto (VPN). Lo hacemos sustituyendo FE_t por la ecuación (18.2f) en la ecuación (18.1), lo cual nos permite expresar de otra manera la fórmula de dicho valor así:

$$VPN = \sum_{t=1}^T \frac{FEO_t(1 - \tau)}{a_t(1 - K)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{a_t(1 - K)^t} + \frac{VT_T}{(1 - K)^T} - C_0 \quad (18.3)$$

En un famoso artículo Franco Modigliani y Merton Miller (1963) dedujeron una formulación teórica referente al valor de mercado de una firma apalancada (V_l) en comparación con el de una firma equivalente no apalancada (V_u). Demostraron que

$$V_l = V_u + \tau \text{Deuda} \quad (18.4a)$$

Si suponemos que las empresas sean negocios establecidos y que la deuda de una empresa apalancada se emita para financiar parte de su capacidad productiva, la ecuación (18.4a) puede expandirse en la siguiente forma:

$$\frac{INO_l(1 - \tau)}{K} = \frac{INO_u(1 - \tau)}{K_u} + \frac{\tau I}{i} \quad (18.4b)$$

donde i es su tasa de financiamiento, I es el monto de la deuda y K_u es el costo de una empresa financiada **totalmente con capital**.

¹ Los flujos anuales de efectivo también podrían incluir los fondos graduales del capital de trabajo. Se omiten aquí para simplificar la exposición.

En el capítulo 17 se dijo que el costo promedio ponderado de capital pueden expresarse así:

$$K = (1 - \lambda)K_l + \lambda i(1 - \tau) \tag{18.5a}$$

donde K_l es el costo de capital de la firma apalancada y λ es la razón óptima de deuda. En su artículo Modigliani y Miller demostraron que K puede expresarse de la siguiente forma:²

$$K = K_u(1 - \tau\lambda) \tag{18.5b}$$

Recuérdese que la ecuación (18.2a) puede simplificarse y darnos la ecuación (18.2d). Ello significa que, independientemente de cómo se financie la empresa (o un costo de capital), se obtendrá el mismo ingreso operativo neto (INO). En la ecuación (18.5b), si $\lambda = 0$ (una compañía financiada totalmente con capital), entonces $K = K_u$ e $I = 0$; así, la ecuación 18.4a $V_l = V_u$. Sin embargo, si $\lambda > 0$ (una firma apalancada), entonces $K_u = K / (1 - \tau\lambda)$; por lo tanto, $V_l > V_u$. Para que la ecuación (18.4b) se mantenga como una igualdad, hay que agregar el valor presente de los ahorros que recibe la firma apalancada. El resultado principal de la teoría de Modigliani y Miller es el siguiente: el valor de una firma apalancada es mayor que el de una firma equivalente no apalancada que reciba el mismo ingreso operativo neto, porque también logra ahorros fiscales al deducir el pago de intereses a los tenedores de bonos que percibe el gobierno. En el siguiente ejemplo se explican los ahorros fiscales que se logran al pagar los intereses de la deuda.

EJEMPLO 18.1

Ahorros fiscales conseguidos con el pago de intereses En la ilustración 18.1 se da un ejemplo de los ahorros fiscales que se obtienen con la deducibilidad del pago de intereses. Se muestra una firma apalancada y otra no apalancada, ambas con ingresos por ventas y con gastos de operación de \$100 y de \$50, respectivamente. La firma apalancada paga \$10 por concepto de intereses y recibe ganancias de \$40 antes de impuestos; la firma no apalancada recibe ganancias de \$50 antes de impuestos pues no realiza ningún gasto por intereses. La primera paga sólo \$16 de impuestos y la segunda \$20. Esto deja una ganancia de \$24 para los accionistas de la firma apalancada y de \$30 para los de la firma no apalancada. Sin embargo, la primera tiene un total de \$34 (\$24 + \$10) de fondos disponibles para ellos y la segunda apenas \$30. Los \$4 adicionales provienen de los ahorros fiscales sobre el pago de intereses de \$10 antes de impuestos.

Por analogía directa con la ecuación de Modigliani-Miller de una firma no apalancada podemos convertir la ecuación 18.3 en el modelo del **valor presente ajustado (VPA)** (*adjusted present value, APV*):

$$VPA = \sum_{t=1}^T \frac{FEO_t(1 - \tau)}{1 + K_u t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{1 + i t} - \sum_{t=1}^T \frac{\tau I_t}{1 + i t} = \frac{VT_T}{1 + K_u T} + C_0 \tag{18.6}$$

El modelo VPA es un enfoque de **aditividad de valor** en la presupuestación de capital. En otras palabras, se consideran individualmente los flujos de efectivo que son fuente de valor. Nótese que se descuentan a una tasa compatible con su riesgo intrínseco. FEO_t y VT_T se descuentan a K_u . La compañía recibirá esos flujos del proyecto de capital, sin importar si está apalancada

² Para derivar la ecuación (18.5b) de la ecuación (18.5a), es necesario saber que $K_l = K_u + (1 - \tau)(K_u - i)$ (pasivo/capital contable).

ILUSTRACIÓN 18.1

Comparación de los flujos de efectivo disponibles para los inversionistas

	Χον απαλανχαμειντο		Σιν απαλανχαμειντο
Ινγρεσοσ	Ξ100		Ξ100
Χοστος δε οπεραχι Γν	50		50
Ινγρεσο οπερατιω νετο	50		50
Γαστο πορ ιντερεσεσ	10		0
Υτιλιδαδεσ αντεσ δε ιμπυεστοσ	40		50
Ιμπυεστοσ ≅ .40	16		20
Ινγρεσο νετο	24		30
Εφεχτιωο δισπονιβλε παρα λοσ ιντερσιονιστασ	Ξ24	10 Ξ34	Ξ30

o no. Los ahorros fiscales por el interés, t_i , se descuenta a la tasa de financiamiento antes de impuestos, i , como en la ecuación (18.4b). Se indica que los debidos a la depreciación, tD_t , también se descuentan a i porque los flujos de efectivo son menos riesgosos que los flujos operacionales de efectivo, si es poco probable que las leyes fiscales cambien en forma radical en la vida económica del proyecto.³

El modelo del valor presente ajustado es útil para una firma local que analice un costo de capital. Si $VPA > 0$, el proyecto debería aceptarse; si $VPA < 0$, debería rechazarse. Por lo tanto, el modelo es útil para una multinacional que analice uno de sus costos locales de capital o para una subsidiaria suya en el extranjero que analice un costo propuesto de capital desde su punto de vista.

Presupuestación de capital desde la perspectiva de la compañía matriz

El modelo de valor presente ajustado que se incluyó en la ecuación 18.6 no es útil cuando una multinacional analiza el costo de capital de una de sus subsidiarias o desde la perspectiva de la compañía matriz. De hecho es posible que un proyecto tenga un valor positivo desde la perspectiva de la subsidiaria y un valor negativo desde la de la compañía matriz. Eso podría suceder, por ejemplo, si el país anfitrión impidiera que algunos flujos de efectivo no fuesen remitidos a ella o si impusiera impuestos adicionales a las remesas de divisas. Un impuesto marginal más alto en ese país podría hacer poco rentable un proyecto desde el punto de vista de la compañía matriz. Si suponemos que la compañía multinacional (CMN) posee una subsidiaria en el extranjero, pero que los accionistas locales son los dueños de la matriz, su moneda será lo importante porque a en ésta deberán convertirse los flujos para beneficiar a los accionistas, cuya riqueza la CMN trata de acrecentar al máximo.

Donald Lessard (1985) creó un modelo de valor presente ajustado que una CMN puede utilizar al analizar un costo de capital en el extranjero. En dicho modelo se reconoce que los flujos de efectivos se denominarán en una divisa y que posteriormente se convertirán a la moneda de la matriz. Además, el modelo incorpora flujos especiales de efectivo que a menudo se encuentran al analizar un proyecto internacional. Mediante la misma estructura fundamental del modelo del VPA que en la sección anterior, el modelo de Lessard puede escribirse así:

$$\begin{aligned}
 \text{VPA} = & \sum_{t=1}^T \frac{S_t FEO_t}{1+i_d^t} - \frac{t_2}{K_{ud}^t} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t t D_t}{1+i_d^t} - \sum_{t=1}^T \frac{S_t t_i}{1+i_d^t} - \frac{S_T TV_t}{1+i_d^t} \\
 & S_0 C_0 - S_0 RF_0 - S_0 CL_0 + \sum_{t=1}^T \frac{S_t LP_t}{1+i_d^t}
 \end{aligned} \tag{18.7}$$

³ Booth (1982) explica en qué circunstancias el VPN y el VPA serán métodos exactamente equivalentes.

Conviene comentar varios puntos referentes a la ecuación 18.7. Ante todo, se da por sentado que los flujos de efectivo se denominan en la moneda extranjera y que se convierten a la de la compañía matriz al tipo de cambio spot esperado, S_t aplicable en el año t . El impuesto corporativo marginal, τ , es mayor que el de la compañía matriz o el de la subsidiaria, porque el modelo supone que las autoridades fiscales del país de la compañía matriz otorgarán un crédito a los impuestos *equivalentes* a la obligación tributaria vigente en él. Por lo tanto, si la tasa de la compañía matriz es la mayor de las dos, los impuestos adicionales se pagarán en el país de origen y serán iguales a la diferencia entre el impuesto y el crédito fiscal internacional. En cambio, si la tasa del extranjero es más grande, el crédito fiscal internacional compensa con creces el impuesto local. Y entonces no se pagan impuestos adicionales. (Los créditos fiscales internacionales se abordan a fondo en el capítulo 21.) Se señaló, asimismo, que las tasas de descuento tienen el subíndice d , esto significa que una vez convertidos los flujos de divisas en la moneda de la compañía matriz, las tasas apropiadas de descuento serán las del país anfitrión.

En la ecuación 18.7 FEO_t representa sólo la parte de los flujos operacionales de efectivos que están disponibles para remitirse legalmente a la compañía matriz. Los flujos que se ganan en el país anfitrión y que el gobierno impide que sean repatriados no aportan beneficio alguno a los accionistas de la compañía matriz y tampoco son importantes para el análisis. Tampoco se incluyen aquí los que se repatrian con la evasión de las restricciones.

Igual que en el análisis de un proyecto nacional, es importante incluir sólo los ingresos graduales y los costos de operación al calcular FEO_t . Un ejemplo servirá para explicar el concepto. Una multinacional puede tener ahora en el exterior una oficina de ventas que se abastece con la mercancía producida por la matriz o por una planta situada en un tercer país. Si la planta se echa a andar para atender la demanda local, quizá las ventas sean mayores que con una simple oficina cuando la subsidiaria está más preparada para evaluar la demanda del mercado gracias a su presencia allí. No obstante, la unidad de manufactura mostrará **pérdida de ventas** debido a la nueva planta, es decir, el nuevo proyecto *canibalizó* parte de un proyecto existente. Por lo tanto, el ingreso gradual no representa el total de las ventas conseguidas con la planta, sino ese monto menos el ingreso de ventas perdidas. Sin embargo, si se perdieran de todos modos, porque, por ejemplo que un competidor se multiplica y está mejor capacitado para atender la demanda local, el ingreso global de la planta en el extranjero es un ingreso gradual de las ventas.

La ecuación 18.7 incluye otros términos que representan los flujos de efectivo que a menudo se observan en los proyectos internacionales. El término S_0RF_0 indica el valor de los **fondos restringidos** acumulados (de la cantidad RF_0) en el país extranjero que se obtuvieron de las operaciones liberadas con el proyecto propuesto. Los fondos están disponibles sólo *por* el proyecto propuesto, así que permiten compensar una parte de la inversión inicial de capital. Un ejemplo son los fondos “cuyo empleo se limita por los controles cambiarios”⁴ o aquellos por los que se incurriría en más impuestos en el país de la compañía matriz en caso de ser remitidos. RF_0 es igual a la diferencia entre el valor nominal de esos fondos y su valor presente utilizado en la siguiente mejor alternativa. El ejemplo ampliado que viene al final del capítulo servirá para aclarar el significado de este término.

El término S_0CL_0 $\sum_{t=1}^T \frac{S_tLP_t}{(1+i_d)^t}$ denota el valor presente neto (en la moneda de la

compañía matriz) del beneficio de obtener préstamos en moneda extranjera y por debajo de la tasa de mercado. En algunos casos el **préstamo subsidiado** (por la cantidad CL_0) a esa tasa está disponible para la compañía matriz si se planea una inversión en el exterior. El país anfitrión ofrece este financiamiento en su divisa a fin de impulsar el desarrollo económico y una inversión que cree empleos para sus ciudadanos. El beneficio de la multinacional es la diferencia entre el valor nominal del préstamo subsidiado convertido en su divisa y el valor presente de los pagos de préstamos subsidiados (LP_t) descontado a la tasa local normal de la CMN (i_d). Los pagos producirán un valor presente menor que el monto nominal del préstamo subsidiado, cuando se descuentan a la tasa normal más alta. La diferencia constituye un subsidio que el país

www.worldbank.org/guarantees/

Este sitio web del Banco Mundial suministra información sobre cómo hacer negocios en los países en desarrollo, entre otras cosas la relativa al financiamiento de proyectos.

⁴ Lessard (1985, p. 577).

anfitrión está dispuesto a otorgar a la multinacional con tal que haga la inversión. Conviene aclarar lo siguiente: el valor presente de los pagos del préstamo descontado a la tasa normal representa la cuantía del préstamo disponible al financiarse a la tasa normal, con un servicio de la deuda equivalente al del préstamo subsidiado.

Recuérdese que es necesario conocer la razón óptima de endeudamiento de la empresa para calcular su costo promedio ponderado de capital. Al estudiar un proyecto de presupuestación de capital, nunca conviene pensar que se financia de forma diferente a como lo hace la compañía, pues representa una parte de ella. Cuando la base de activos aumenta por haber emprendido un proyecto, la compañía puede incluir más deuda en su estructura de capital, es decir, su capacidad de endeudamiento aumentó a causa del proyecto. Con todo, las decisiones de inversión y de financiamiento no son idénticas. La firma posee una estructura óptima de capital; una vez calculado, se conocerá el costo del financiamiento y con él se decidirá si el proyecto es aceptable. Ello no quiere decir que *todos y cada uno* de los proyectos pueden financiarse enteramente con deuda, con acciones o una combinación óptima parcial de ambas. Lo importante es que a la larga la compañía no se aparte demasiado de la estructura óptima, financiar las acciones de la compañía en su mayor parte con el costo más bajo. Por lo tanto, el término protector de la tasa de interés S_t/t_t en el modelo del valor presente neto reconoce las protecciones fiscales de la **capacidad de endeudamiento**, creados por el proyecto *sin que importe* cómo se financia el proyecto. Manejar las protecciones fiscales en alguna otra forma le imprimirían un sesgo positivo o negativo, respectivamente, si el proyecto se financiara por una parte más grande o más pequeña de la deuda. Es un punto muy importante al analizar la presupuestación del capital internacional, dada la frecuencia de grandes préstamos subsidiados. Se reconoce como un término aparte el beneficio de éstos, que depende de que la compañía matriz haga la inversión.⁵

Generalidad del modelo del valor presente ajustado (VPA)

El modelo del valor presente ajustado de Lessard incluye muchos elementos de los flujos de efectivo que a menudo aparecen al analizar los gastos de capital internacional. No *todos* los elementos posibles figuran en la versión incluida en la ecuación 18.7. Sin embargo, el lector debería saber incorporar los elementos básicos del modelo VPA de una naturaleza más especial en el caso de los flujos más concretos que se observan en un análisis.

Por ejemplo, hay ahorros o aplazamientos fiscales debidos a las operaciones mundiales. En otras palabras, la multinacional puede intercambiar ingresos o gastos entre sus filiales a fin de reducir los impuestos, también puede combinar las utilidades o las filiales de ambientes fiscales bajos y altos para reducir los impuestos globales. Los aplazamientos se logran al destinar las utilidades a otros proyectos de capitales en países de bajos impuestos.

Además la compañía matriz aplica estrategias de precios de transferencia entre filiales, mediante contratos de licencia, de cesión de derechos y otros recursos. Ello le permitiría repatriar algunos fondos que el país anfitrión quiere bloquear o limitar.⁶ Esos flujos de efectivo son lo opuesto de los fondos sin restricciones disponibles para remitirse como parte de los flujos operacionales de efectivo. Igual que en el caso de los flujos provenientes de los ahorros o diferimientos fiscales, quizá una compañía no pueda estimar exactamente la magnitud de los flujos ni su duración. Porque éstos existen sin importar la forma de financiamiento es que se deberían descontar a la tasa de capital global.

Una de las grandes ventajas del modelo del valor presente ajustado es la facilidad de manejar los términos de flujo, como los ahorros o aplazamientos fiscales y la repatriación de los fondos restringidos. El analista examina primero los costos de capital como si no existiesen. Además, los términos de los flujos no necesitan tomarse en cuenta explícitamente, salvo que el valor presente ajustado sea negativo. En este caso el analista calculará el monto necesario de los flujos procedentes de otros recursos para que dicho valor sea positivo; luego estima si los

⁵ Booth (1982) demuestra que las coberturas fiscales calculadas mediante las tasas subsidiadas del préstamo también son correctas desde el punto de vista teórico.

⁶ En el capítulo 19 se abordan las estrategias de precios de transferencia entre filiales, los contratos de concesión y de regalías como métodos que la compañía matriz podría aplicar para repatriar los fondos restringidos por el país anfitrión.

Estimación del tipo de cambio esperado a futuro

ingresos tenderán a alcanzar ese nivel.

El director financiero necesita estimar el tipo de cambio esperado en el futuro, S_t , a fin de implementar el marco de trabajo de ese modelo. En el capítulo 6 se incluyen varios métodos para hacerlo. Una forma rápida y sencilla consiste en utilizar la paridad del poder de compra y estimar el futuro esperado de la tasa spot en el año t como sigue:

$$\bar{S}_t = S_0(1 - \bar{p}_d)^t / (1 - \bar{p}_f)^t \quad (18.8)$$

donde \bar{p}_d es la tasa anual esperada a largo plazo de la inflación en el país de origen de la multinacional y donde \bar{p}_f es la tasa en el país anfitrión.

Como se señaló en el capítulo 6, la paridad del poder de compra difícilmente corresponderá con exactitud a la realidad. Pero resultará una herramienta aceptable, salvo que el director financiero sospeche que existe un sesgo sistemático a largo plazo al servirse de dicha herramienta para calcular S_t y que el sesgo llevara a sobrestimar o subestimar siempre la serie de tasas cambiarias esperadas. El analista también podría optar por utilizar los precios forward para estimar los tipos de cambio spot o recurrir a un pronóstico de la paridad de las tasas de interés.

APLICACIÓN DE UN CASO

Centralia Corporation

Χεντραλια Χορπορατιον εσ υν φαβριχαντε δε Μεδιο Οριεντε θυε προδυχε ελεχτροδομ[στιχος δε χοχινα. Ελ σεγμεντο δελ μερχαδο εν θυε σε χεντρα εσ λα χοχινα δε πρεχιο ιντερμεδιο. Σε εσπεχιαλιζα εν ηορνος δε μιχροονδασ πεθυε)οσ ο δε ταμα)ο μεδιανο αδεχυαδος παρα ηογαρεσ πεθυε)οσ, ηαβιταντες δε χονδομνιοσ ο χαφετερ[ας. Εν λος λ[τιμος α)οσ ηα εξπορταδο λος ηορνος α Εσπα)α, δονδε λος πενδε πορ μεδιο δε οφχινας στυαδας εν Μαδριδ. Χομο εν Ευροπα Οχχιδενταλ λος πολταφες σον διφερεντες, λος ηορνος θυε προδυχε παρα ελ μερχαδο εσπα)ολ νο ποδρ[αν υσαρσε εν οτροσ λυγαρεσ δελ χοντινεντε σιν υν χονπερτιδορ ελ[χτριχο. Πορ εσο λα οφχινα χονχεντρ[ε σος αχτιπιδαδες μερχαδολ[γιχας εν εσε πα[ς. Ηοη πενδε 9 600 υνιδαδες ανυαλεσ λασ χυαλεσ ηαν χρεχιδο 5 πορ χιεντο.

Ελ διρεχτορ δε μερχαδοτεχνια σε ηα μαντενιδο αλ ταντο δε λασ αχτιπιδαδες δε ιντεγραχι[ν εν λα Υνι[ν Ευροπεα. Σε ελιμιναρων τοδοσ λος οβστ[χυλος δελ λιβρε μοσιμιεντο δε βιενεσ, σερπιχοσ, περσονασ ψ χαπαλ εντρε λος εσταδος δε λα Υνι[ν Ευροπεα. Αδεμ(σ αλ χοντινυαρ λα ιντεγραχι[ν σε υνιφχαρ(ν εντρε λος πα[σες μιμεβροσ ελ ταμα)ο δε λασ π[ας δε φερροχαρρ[λ, ελ εθυιπο τελεφ[νιχο ψ ελ[χτριχο, ασ[ε χομο μυχηασ οτρασ χοσασ. Αντε τοδο ελλο, ελ διρεχτορ σε χονπενχι[ε δε θυε παριασ υνιδαδες δε ηορνος ποδ[αν πενδερεσε εν λα Υνι[ν Ευροπεα ψ δε θυε δεβερ[α εξπλοραρε μ[εσ α φονδο ελ προμηεχο δε χονστρυιρ υνα πλαντα.

Λος γερεντες δε προδυχχι[ν ψ δε μαρκετινγ τραζαρον πλανεσ παρα υνα πλαντα εν Ζαραγοζα θυε σερ[α προπιεδαδ δε λα χομπα)α ψ θυε σε υβιχαρ[α α υνοσ 325 κιλ[μετροσ αλ νορεστε δε Μαδριδ. Ζαραγοζα σε ηαλλια α 200 κιλ[μετροσ δε λα φροντερα χον Φρανχια, λο χυαλ φαχιλιταρ[α λος ενπ[οσ δε Εσπα)α α οτρασ ναχιονεσ ευροπεασ. Αδεμ(σ σε ηαλλια λο βασταντε χερχα δε λος πρινχιπαλεσ χεντροσ δε ποβλαχι[ν δελ πα[ς, δε μοδο θυε λος εμβαρθυεσ εν ελ ιντεριορ νο δεβερ[αν σερ υν προβλεμα. Σιν εμβαργο, υνο δε λος πρινχιπαλεσ απαρχαποσ χονσιστε εν θυε σιλα πλαντα σε χονστρυε εν εσε σιπο, ελ γοβιερνο ηα προμετιδο θυε υνα παρτε χονσιδεραβλε δελ χοστο σε φινανχιαρ[α υνα τασα δε ιντερ[εσ συμαμεντε απαρχαπα Χυαλθυερ τιπο δε ινδυστρια θυε χρεε εμπλεοσ σερ[ε υν βενεφιχιο, πυεσ λα τασα δε δεσεμπλεο συπερα ελ 19%. Ελ χομιτ[ε ερεχτυπο δε Χεντραλια ορδεν[ε αλ διρεχτορ φινανχιερο επαλυαρ ελ ασπεχτο φινανχιερο δελ πλ[αν. Δε χονστρυιρσε λα πλαντα, Χεντραλια δεφαρ[ε δε εξπορταρ α Ευροπα. Α χοντινυαχι[ν σε δεταλλα λα ινφορμαχι[ν νεχεσαρια.

Εν σος εξπορταχιονεσ αχυαλεσ Χεντραλια ρεχιβε 180 δ[ιλαρεσ πορ υνιδαδ, 35 δε λος χυαλεσ ρεπρεεσεντα ελ μαργεν δε χοντριβυχι[ν. Χονφορμε α λος προν[στιχοσ, σε πενδερ(ν 25 000 υνιδαδες εν λα Υνι[ν Ευροπεα δυραντε ελ πριμερ α)ο δε οπεραχι[ν, πολυμεν θυε χρεχερ[ε α υνα τασα δελ 12% ανυαλ. Τοδασ λασ πεντασ σε φαχτυραρ(ν εν ευροσ. Χυανδο λα πλαντα εμπιεχε

α φωνχιοναρ, ελ πρεχιο υνιταριο σερχ δε 200 ευρος χαδα υνα. Σε εστιμα θυε ελ χοστο αχτωαλ δε προδυχηι εν σερχ 60 ευρος πορ υνιδαδ. Σε πρεσφ θυε ελ πρεχιο δε πεντα ψ λος χοστος δε προδυχηι εν σε μαντενδρ(ν αλ ριτιμο χον λα ινφλαχι εν, θυε σε προνοστιχα σερχ δε 2.1% ανυαλ εν ελ φυτωρο ινμεδιατο. Εν χομπαραχι εν, λα ινφλαχι εν δε Εσταδος Υνιδος α λαρηο πλαζο σερχ 3% ανυαλ σερχ εν λος προν (στιχος. Ελ τιπο δε χαμβιο αχτωαλ εσ $\Xi 1.32/\text{€}1.00$.

Σε χαλχυλα θυε λα πλानта χοσταρχ 5 500 000 ευρος. Λα χαπαχιδαδ δε ενδευδαμειντο χρεαδα πορ γαστο δε χαπιταλ δε εσα μαγνιτυδ εσ 2 904 000 δ (λαρες. Λα οφιχινα δε πεντας δε Μαδριδ τινε αχυμυλαδο υν μοντο νετο δε 750 000 ευρος δε συσ οπεραχιονες, χαντιδαδ θυε ποδρι α εμπλεαρσε παρα φινανχιαρ υνα παρτε δελ χοστο δε λα χονστρυχηι εν. Λα τασα ιμποσιτιπια χορπορατιπια μαργιναλ εν Εσπα)α ψ εν Εσταδος Υνιδος εσ δε 35%. Λος φονδος αχυμυλαδος σε οβτυπιερων μεδιαντε χονχεσιονες φισχαλεσ εσπεχιαλεσ θυε σε οφρεχιερων εν λος πριμερος α)ος, γραπαδος α υν ιμπευστο μαργιναλ δελ 20%. Σι σε ρεπατριαραν σε ινχυρριχια εν υν ιμπευστο αδιχιοναλ δε 35%, περο χον υν χριδιτο φισχαλ ιντερναχιοναλ οτοργαδο α λος ιμπευστος ψα παραδος εν Εσπα)α.

Ελ γοβιερνο εσπα)ολ περιμιτιρχ δεπρεχιαρ λα πλानта δυραντε υν περιοδο δε οχηο α)ος. Ποχα ο νυλα ινπερσι εν αδιχιοναλ σε ρεθυεριρχ εν εσε λαπσο. Υνα πεζ τραχυρριδο, σερχ διφιχιλ εστιμαρ ελ παλор δε μερχαδο δε λα πλानта, περο Χεντραλια εστ(χονπενχιδα δε θυε εσταρχ τοδαπια εν βυεν εσταδο ψ θυε πορ λο μισιμο δεβερχια तेнер υν παлор ραζοναβλε δε μερχαδο.

Υνο δε λος ασπεχτος μ(σ ατραχαπωσ δε λα προπυεστα εσ ελ φινανχιαμειντο εσπεχιαλ θυε ελ γοβιερνο εσπα)ολ εστ(δισπυεστο α οφρεχερχ. Σι λα πλानта σε χονστρυψε εν Ζαραγοζα, Χεντραλια σερχ χαντιδατα παρα οβτενερ 4 000 000 δε ευρος α υνα τασα συβσιδαδα δε 5% ανυαλ. Λα τασα νορμαλ εσ 8% εν δ (λαρες ψ 7% εν ευρος. Ελ προγραμα δελ φινανχιαμειντο εσπιπια θυε ελ χαπιταλ σε λιθυιδαρχ εν οχηο αβονος ιγυαλεσ. Εν δ (λαρες λα χομπα)α υλιζα 12% χομο συ χοστο γλοβαλ δε χαπιταλ.

Ηε αθυι υν ρεσυμεν δε λος πυντος πρινχιπαλεσ:

Ελ τιπο αχτωαλ δε χαμβιο εν μονεδα εσταδουνιδενσε εσ $\Sigma_0 \quad \Xi 1.32/\text{€}1.00$.

$\rho_f \quad 2.1\%$.

$\rho_s \quad 3\%$.

Ελ χοστο ινχιαλ δελ προψεχο εν δ (λαρες εσταδουνιδενσεσ εσ

$\Sigma_0 X_0 \quad \Xi 1.32 \quad \text{€}5\,500\,000 \quad \Xi 7\,260\,000$

Παρα σιμπλιφιαρχ λα εζπλιχαχι εν συπονδρεμοσ θυε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα σε μαντινε; νος σερχιρχ παρα εστιμαρ εν δ (λαρες ελ τιπο δε χαμβιο σποτ φυτωρο:

$\bar{\Sigma}_t \quad 1.32(1.03)^t/1.021)^t$.

Ελ φλυφο γραδυαλ υνιταριο δελ εφεχτιπιο οπεραχιοναλ αντεσ δε ιμπευστος χον $t \quad 1 \text{ εσ } \text{€}200$
 $160 \quad \text{€}40$. Ελ μαργεν νομιναλ δε χοντριβυχι εν εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $\text{€}40(1.021)^t$ ¹.

Λασ πεντας περδιδασ γραδυαλεσ πορ υνιδαδ εν εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $9\,600(1.05)^t$.

Ελ μαργεν υνιταριο δε χοντριβυχι εν δε λασ πεντας περδιδασ εν εν ελ α)ο τεθυιπαλε α $\Xi 35(1.03)^t$.

Λα τασα τριβυταρια μαργιναλ, t , εσ ιγυαλ α λα τασα εσπα)ολα (ο δε Εσταδος Υνιδος) δε 35%.

Ινιχιαλμεντε σε συπονδρ(θυε ελ παлор τερμιναλ εσ χερο.

Σε συπονε υνα δεπρεχιαχι εν εν ληνεα ρεχτα: $\Delta_t \quad \text{€}687\,500 \quad \text{€}5\,500\,000/8 \text{ α)ος}$.

$K_{\text{οδ}} \quad 12\%$.

$k_f \quad 5\%$.

$i_s \quad 8\%$

ILUSTRACIÓN 18.2

Cálculo del valor presente de los flujos operacionales de efectivo después de impuestos

A)ο (t)	$\bar{\Sigma}_t$	Χαντιδαδ	$\bar{\Sigma}_t$ Χαντιδαδ €40 (1.021 ^{t-1}) (α) Ξ	Χαντιδαδ ξεντας περδιδαδ	Χαντιδαδ ξεντας περδιδαδ €35.00 (1.03) ^t (β) Ξ	$\bar{\Sigma}_t \Phi E O_t$ (α β) Ξ	$\bar{\Sigma}_t \Phi E O_t (1 - K_{\text{υδ}})^t$ (1 - K _{υδ}) ^t Ξ
1	1.3316	25 000	1 331 636	(10 080)	(363 384)	968 252	561 932
2	1.3432	28 000	1 536 175	(10 584)	(393 000)	1 143 175	592 366
3	1.3552	31 360	1 772 131	(11 113)	(425 029)	1 347 102	623 246
4	1.3672	35 123	2 044 331	(11 669)	(459 669)	1 584 662	654 603
5	1.3792	39 338	2 358 340	(12 252)	(497 132)	1 861 208	686 465
6	1.3914	44 059	2 720 581	(12 865)	(537 648)	2 182 932	718 862
7	1.4036	49 346	3 138 462	(13 508)	(581 467)	2 556 995	751 826
8	1.4160	55 267	3 620 530	(14 184)	(628 856)	2 991 674	785 386
							5 374 685

Εν λα ύλστραχι ίν 18.2 σε χαλχυλα ελ παλор πρεσεντε δε λος φλυφος οπεραχιοναλες εν εφεχιτω θυε σε εσπεραν δεσπυ σ δε ιμπυεστοσ υνα πεξ θυε λα πλαντα μανυφαχυτρερα σε ηαμα εσταβλεχυδο εν Εσπα)α. Λα χολυμνα (α) χοντινε λος ινγρεσοσ ανυαλες εν δ ίλαρες θυε σε οβτενδρ(δε ελλα Σε χαλχυλαν ανυαλμεντε αλ μυλτυπλιχαρ λα χαντιδαδ δε ηορνος δε μιχρουνδαδ θυε σε εσπερα ελ πριμερ α)ο πενδερ πορ φλυφο γραδυαλ υνιταριο δε εφεχιτω οπεραχιοναλ δε 40 ευρος πορ υνιδαδ. Εστε προδυχο σε μυλτυπλιχα α συ πεξ πορ ελ φαχυτορ ινφλαχιοναριο δε 2.1% εν λα ζονα δελ ευρο. Πορ εφεμπλο, εν ελ α)ο τ 2 ελ φαχυτορ εσ (1.021)^{t-1} (1.021). Δεσπυ σ λα εστιμαχυονες δε λασ πεντας εν ευρος σε χονπιερτεν α δ ίλαρες αλ τυπο δε χαμβιο σποτ εσπεραδο. Λα χολυμνα (β) χοντινε εν δ ίλαρες λος ινγρεσοσ ανυαλες πορ πεντας περδιδαδ χον θυε σε εσπερα χονστρυρ λα πλαντα; λα χομπα)α ματριζ ψα νο πενδε παρτε δε συ προδυχυχι ίν πορ μεδιο δε λα οφχινα δε πεντας εν Εσπα)α. Λασ πεντας σε χαλχυλαν αλ μυλτυπλιχαρ λα χαντιδαδ εστιμαδα δε πεντας περδιδαδ εν υνιδαδες πορ ελ μαργεν αχυταλ δε χοντριβυχι ίν δε Ε35 πορ υνιδαδ, θυε α συ πεξ σε μυλτυπλιχαν πορ υν 3% δελ φαχυτορ δε ινφλαχι ίν δε λος πρεχιος εν Εσταδος Υνιδος. Λος φλυφος δε εφεχιτω γραδυαλες οπεραχιωσ δε δ ίλαρες σον ελ τυαλ δε λασ χολυμνας (α) ψ (β), θυε σε χονπιερτε εν συ παλор δεσπυ σ δε ιμπυεστοσ ψ δε δεσχυενταν α K_{υδ}. Ελ τυαλ δε συ παλор πρεσεντε εσ 5 374 685 δ ίλαρες.

Ελ παλор πρεσεντε δε λασ χοβερτυρασ φισχαλες δε λα δεπρεχιαχι ίν tΔ_t σε χαλχυλα εν λα ύλστραχι ίν 18.3. Λος αφορροσ φισχαλες λογραδος χον λα δεπρεχιαχι ίν ανυαλ εν λ'ννα ρεχα δε 687 500 ευρος σε χονπιερτε εν δ ίλαρες αλ τυπο δε χαμβιο εσπεραδο φυτυρο ψ σε δεσχυεντα αλ τυπο πρεσεντε α λα τυαλοχαλ δε φινανχιαμμεντο δε 8%. Ελ παλор πρεσεντε δε εστασ χοβερτυρασ φισχαλες εσ 1 892 502 δ ίλαρες.

Ελ παλор πρεσεντε δελ βενεφιχιο δελ πρ'σταμο συβσιδιαδο σε χαλχυλα εν λαs ύλστραχιονες 18.4 ψ 18.5. Λα πριμερα ύλστραχι ίν μυεστρα εν δ ίλαρες ελ παλор πρεσεντε δελ πρ'σταμο. Ελ παγο ανυαλ δελ χαπιταλ χορρεσπονδιεντε αλ πρ'σταμο συβσιδιαδο δε χυατρο μιλλονες δε ευρος

ILUSTRACIÓN 18.3

Cálculo del valor presente de las coberturas fiscales de la depreciación

A)ο (t)	$\bar{\Sigma}_t$	Δ _t €	$\bar{\Sigma}_t \Delta_t$ (1 - t) ^t Ξ
1	1.3316	687 500	296 690
2	1.3434	687 500	277 134
3	1.3552	687 500	258 868
4	1.3672	687 500	241 805
5	1.3792	687 500	225 867
6	1.3914	687 500	210 980
7	1.4036	687 500	197 074
8	1.4160	687 500	184 084
			1 892 502

ILUSTRACIÓN 18.4

Cálculo del valor presente en los pagos de un préstamo subsidiado

A)ο (τ)	$\bar{\Sigma}_\tau$ (α)	Παγο δελ χαπιταλ (β) €	I_τ (χ) €	$\bar{\Sigma}_\tau A I_\tau$			$\frac{\bar{\Sigma}_\tau A I_\tau}{(1-t)^{\tau}}$ Ξ
				(α)	(β)	χ	
1	1.3316	500 000	200 000	932 145			863 097
2	1.3434	500 000	175 000	906 777			777 415
3	1.3552	500 000	150 000	880 890			699 279
4	1.3672	500 000	125 000	854 476			628 065
5	1.3792	500 000	100 000	827 528			563 202
6	1.3914	500 000	75 000	800 038			504 160
7	1.4036	500 000	50 000	771 999			450 454
8	1.4160	500 000	25 000	743 404			401 638
		4 000 000					4 887 311

εσ ηγαλ τοδος λος α)ος; πορ εσο ελ παγο δε λος ιντερεσεσ δισμινυμε αλ ρεδυχιρσε ελ σαλδο δελ πρ[σταμο. Πορ εφεμπλο, δυραντε ελ πριμερ α)ο λος ιντερεσεσ δε 200 μιλ ευροσ (0.05 €4 000 000) σε παγα σοβρε ελ μοντο παλ οβτενιδο. Εν ελ σεγυνδο α)ο ελ ιντερ[σ δε 175 μιλ ευροσ [0.5 (€4 000 000 500 000)] σε παγα σοβρε ελ σαλδο πενδιεντε δε παγο εν ελ α)ο δος. Ελ παγο ανωαλ εσ ηγαλ α λα συμα δελ παγο ανωαλ δελ χαπιταλ μ(σ λος ιντερεσεσ. Ελ παλ δε λος παλορεσ πρεσεντεσ εν δ[λαρεσ, χονφερτιδος αλ τιπο δε χαμβιο σποτ εσπεραδο θυε αλ δεσχονταρσε α λα τασα λογαλ δελ 8%, εσ 4 887 311 δ[λαρεσ. Εστα συμα ρεπρεσεντα ελ μοντο δελ πρ[σταμο εθιτωαλεντε δισπονιβλε (εν δ[λαρεσ) δελ φινανχιαμειντο α λα τασα νορμαλ, χον υν προγραμα δε σερωχιο δε λα δευδα εθιτωαλεντε αλ δελ πρ[σταμο συβσιδιαδο.

Εν λα υλσπραχι [ν 18.5 σε χονχλωψε ελ ανλσις δε διχηο πρ[σταμο. Μυεστρα λα διφερενχια εντρε συ παλор εν δ[λαρεσ ψ ελ πρ[σταμο εθιτωαλεντε εν δ[λαρεσ θυε σε χαλχυλ[εν λα υλσπραχι [ν 18.4. Λα διφερενχια δε 392 689 δ[λαρεσ ρεπρεσεντα ελ παλор πρεσεντε δελ βενεφιχιο οβτενιδο αλ φινανχιαρσε χον υνα τασα πορ δεβαφο δε λα δελ μερχαδο.

Ελ παλор πρεσεντε δε λασ χοβερτυρασ δελ ιμπυεστο σοβρε ιντερεσεσ σε χαλχυλα εν λα υλσπραχι [ν 18.6. Λος παγοσ δε λα χολυμνα (β) σε εξτραεν δε λα χολυμνα (χ) δε λα υλσπραχι [ν 18.4. Εσ δεχιρ, σεγυμιος υν ενφοθυε χονσερπαδορ ψ λα βασε δε λασ χοβερτυρασ δελ ιντερ[σ αλ υπλζαρ λα τασα δελ πρ[σταμο συβσιδιαδο δε 5%. Διχηο πρ[σταμο δε χιατρο μυλλονεσ δε ευροσ ρεπρεσεντα 72.73% δελ χοστο δελ προμηχτο: 5 500 000 ευροσ. Εν χαμβιο, λα χαπαχιδαδ δε ενδευδαμειντο χρεαδα πορ ελ προμηχτο εσ 2 904 000 δ[λαρεσ, λο χυαλ παρα λα χομπα)α ματριζ σγνιφια υνα ραζ [ν [πτιμα δε δευδα Ι δε 40.0% Ξ2 904 000/Ξ7 260 000 δελ χοστο δελ προμηχτο εν δ[λαρεσ. Πορ λο ταντο, σ[λο 55.0% (40.0%/72.73%) δε λος παγοσ δε ιντερεσεσ σοβρε ελ πρ[σταμο συβσιδιαδο δεβερ[α υπλζαρσε παρα χαλχυλαρ λασ χοβερτυρασ φισγαλεσ δε λος ιντερεσεσ. Χον λα τασα λογαλ δε φινανχιαμειντο δε υν 8% ελ παλор πρεσεντε δε λα χοβερτυρα εσ δε 183 807 δ[λαρεσ.

Παρα χαλχυλαρ ελ μοντο δε λασ ρεμεσασ ρεστρινγιδασ λιβεραδασ, πριμερο ηγαμ θυε συμαρ εν βρυτο ελ παλор, δεσπυ[σ δε ιμπυεστοσ, δε λα αχυμυλαχι [ν δε ρεδεσ δε 750 000 ευροσ, σοβρε λος χυαλεσ λα οφχινα δε πεντασ δε Μαδριδ ηα παγαδο αντεσ ιμπυεστοσ δε 20%. Ελ μοντο εσ €937 500 €750 000/(1 0.20). Ελ παλор δε εστε παλ εν δ[λαρεσ αλ τιπο αχταλ δε χαμβιο σποτ Σ₀ εσ Ξ1 237 500 Ξ1.32 (€937 500). Σι Χεντραλια δεχιδιερα νο εσταβλεχερ υνα πλαντα μανυφαχτυρερα εν Εσπα)α, λος 750 000 ευροσ δεβερ[αν ρεπατριαρσε α λα χομπα)α ματριζ. Ηαβρ[α θυε παγαρ ιμπυεστοσ αδιχιοναλεσ εν Εσταδος Υνιδος πορ Ξ185 625 (0.35 0.20) Ξ1 237 500. Σι σε χονστρυμε λα πλαντα, λος 750 000 ευροσ νο δεβερ[α ρεμιτρισε α λα ματριζ.

ILUSTRACIÓN 18.5

Cálculo del valor presente neto del beneficio obtenido en un préstamo subsidiado

$$\sum_0 X A_0 \frac{1}{a_{\tau-1}} \frac{\sum_{\tau} A I I_{\tau}}{1-t^{\tau}} = \Xi 1.32 \quad \text{€4 000 000} \quad 4 887 311 \quad \Xi 392 689$$

ILUSTRACIÓN 18.6

**Κάλουο δε λουο πρεσεντε αρουσταδο
πρεσεντε αρουσταδο ηυβιερα σιδου νεγατιπο ο
χερχανο α χερο, νοσ ηαβρη α γυσταδο
ινχλωρ ελ παλор πρεσεντε δελ φλωφο
τερμιναλ δε εφερχαπο δεσπυλ σ δε
ιμπυεστοσ. Εσταμοσ σεγυ-
ροσ δε χυλ ποδρη α σερ εστα
χαντιδαδ ψ αφορτυναδαμεντε εν
εστε χασο νο τενεμοσ θυε
βασαρ νυεστρα δεχισι γν εν διχηγο
φλωφο, θυε πορ λο μενοσ εσ
διφι χιλ προνοστιχαρ.**

Α)ο (γ)	$\bar{\Sigma}_r$ (α)	I (β) €	ραζ γν δε δευδα δελ προψεχο (χ)	$\bar{\Sigma}_r \cdot (.55)I_r$ (α) (β χ) Ξ	$\frac{\bar{\Sigma}_r \cdot (.55)I_r}{(1 - \epsilon)^r}$ Ξ
1	1.3316	200 000	0.55	51 268	47 470
2	1.3434	175 000	0.55	45 255	38 799
3	1.3552	150 000	0.55	39 132	31 064
4	1.3672	125 000	0.55	32 897	24 181
5	1.3792	100 000	0.55	26 550	18 069
6	1.3914	75 000	0.55	20 088	12 659
7	1.4036	50 000	0.55	13 510	7 883
8	1.4160	25 000	0.55	6 815	3 682
					<u>183 807</u>

Ασγ πνεσ, λοσ Ξ185 625 δε φονδοσ λιβεραδοσ προπιενεν δε λοσ αηοροσ φισχαλεσ, θυε πνεδεεν
ατλιχαροε παρα χυβριρ λα παρτε δε λα ινωερεσι γν δε πατριμονιο εν γαστοσ δε χαπιταλ.

Ελ παλор πρεσεντε αρουσταδο Ξ5 374 685 1 892 502 392 689 183 807
185 625 7 260 000
Ξ769 308

Σε δυδα ποχο θυε λα πλανατα προτυεστα σεργ υνα ινωερεσι γν ρενταβλε παρα Χεντραλια. Εν χασο
δε θυε ελ παλор πρεσεντε αρουσταδο ηυβιερα σιδου νεγατιπο ο χερχανο α χερο, νοσ ηαβρη α γυσταδο
ινχλωρ ελ παλор πρεσεντε δελ φλωφο τερμιναλ δε εφερχαπο δεσπυλ σ δε ιμπυεστοσ. Εσταμοσ σεγυ-
ροσ δε χυλ ποδρη α σερ εστα χαντιδαδ ψ αφορτυναδαμεντε εν εστε χασο νο τενεμοσ θυε
βασαρ νυεστρα δεχισι γν εν διχηγο φλωφο, θυε πορ λο μενοσ εσ διφι χιλ προνοστιχαρ.

Ajuste al riesgo en el análisis del presupuesto de capital

Ya explicamos y demostramos lo siguiente: el modelo de valor presente ajustado es adecuado al analizar un desembolso de capital de riesgo promedio en comparación con la compañía en general. Algunos proyectos pueden ofrecer un riesgo mayor o menor al promedio. El *método de descuento ajustado al riesgo* es la manera usual de manejar la situación. Requiere ajustar la tasa de descuento hacia arriba o hacia abajo con los incrementos o decrementos, respectivamente, del riesgo sistemático del proyecto en relación con la compañía. En el modelo incluido en la ecuación 18.7, sólo los flujos de efectivo descontados a K_{ud} incorporan el riesgo sistemático; por lo tanto, sólo es necesario ajustar K_{ud} cuando el riesgo no coincide con el de la compañía en general.⁷

El *método equivalente de certeza* es otro método de ajustar al riesgo con este modelo. Se extrae la prima por riesgo de los flujos esperados de efectivo para convertirlos en los flujos equivalentes de efectivo sin riesgo, que luego se descuentan a la tasa libre de riesgo. Esto se logra al multiplicar los flujos riesgosos por un factor equivalente de certeza de la unidad o menos. Cuanto más riesgosos sean los flujos, más pequeño será el factor. Por lo regular el riesgo de los flujos tiende a aumentar cuanto más lejana se prevé su recepción. Preferimos este método al de certeza equivalente porque comprobamos que es más fácil ajustar la tasa de descuento que estimar los factores apropiados de la certeza equivalente.⁸

⁷ Consúltense en Ross, Westerfield y Jaffe (2002, cap. 12) un estudio de la presupuestación de capital mediante tasas de descuento ajustadas al riesgo sistemático del proyecto.

⁸ Consúltense en Brealey y Myers (2003, cap. 9) una exposición más detallada del método equivalente de certeza de ajuste al riesgo.

Ανάλisis de sensibilidad

La forma en que hemos abordado el análisis de la expansión de Centralia en España consiste en calcular una estimación puntual del valor presente ajustado mediante los valores esperados de los flujos relevantes de efectivo. Su valor esperado es lo que el director financiero tiene como expectativa obtener con la información disponible en el momento en que se realizó el análisis. Pero los flujos de efectivo tienen su propia distribución de probabilidad. Por eso el valor procedente de un flujo en particular quizá no coincida con el previsto. Para examinar tales posibilidades, el gerente financiero normalmente realiza un *análisis de sensibilidad*. Para ello examina varios escenarios con base en diversas estimaciones de variables como el tipo de cambio, tasa inflacionaria, costo y fijación de precios en el cálculo del VPA. En esencia le ofrece un instrumento para analizar el riesgo del negocio, la exposición económica, la incertidumbre cambiaria y el riesgo político que entraña la inversión. Le permite conocer a fondo las consecuencias de los costos planeados de capital. Lo obliga además a prever las medidas a tomar en caso de que los resultados de la inversión no correspondan a lo previsto.

Suposición de la paridad del poder de compra

La metodología del valor presente neto que expusimos supone que la paridad del poder de compra se mantiene y que a partir de él se pronosticará el tipo de cambio futuro. Según vimos en páginas anteriores, la suposición de la paridad es un medio común y conceptualmente adecuado de prever el tipo de cambio futuro. En el supuesto de que no haya diferenciales en las tasas tributarias marginales cuando la paridad se mantiene y todos los flujos de efectivo del exterior pueden repatriarse legalmente, no importa si el análisis del presupuesto de capital se realiza desde la perspectiva de la compañía matriz o de la subsidiaria en el extranjero. Para entenderlo mejor examinemos el ejemplo sencillo que se ofrece en seguida.

EJEMPLO 18.2

Suposición de la paridad de poder de compra en el análisis de los costos de capital en el extranjero Un costo de capital de FC30 por una subsidiaria internacional de una multinacional estadounidense con una vida económica de un año generará un flujo de efectivo en moneda local de FC80. Supongamos que en el país anfitrión se pronostique una inflación de 4% anual y de 2% en Estados Unidos. Cuando el costo de capital de la multinacional es 7.88%, la ecuación de Fisher establece que el costo apropiado de la subsidiaria es 10%: $1.10 = (1.0788)(1.04)/(1.02)$. En consecuencia, el valor presente neto del proyecto en moneda extranjera será $VPN_{FC} = FC80/(1.10) - FC30 = FC42.73$. Si el tipo spot actual de cambio es $FC2.00/\$1.00$, $\$1$ (FC/\$) $2.00(1.04)/(1.02) = 2.0392$ por paridad del poder de compra. En dólares estadounidenses, $VPN_{\$} = (FC80/2.0392)/(1.0788) - FC30/2.00 = \21.37 . Nótese que según la *ley del precio único*, $VPN_{FC}/S_0(FC/\$) = VPN_{\$} = FC42.73/2.00 = \$21.37$. Esto es el resultado previsto, porque tanto el pronóstico del tipo de cambio como la conversión de la tasa de descuento incorporan el mismo diferencial de las tasas inflacionarias. Supongamos, que $\$1(FC/\$)$ en verdad resulte ser $FC5.00/\$1.00$, es decir, que la moneda extranjera se deprecie en términos reales frente al dólar, entonces $VPN_{\$} = FC42.73/5.00 = \8.55 y el proyecto es improductivo desde el punto de vista de la compañía matriz.

Opciones reales

A lo largo del capítulo recomendamos el modelo del valor presente ajustado para evaluar las inversiones de capital en activos reales. El valor se determinó al presentar ciertas suposiciones sobre ingresos, costos de operación, tipo de cambio y otros aspectos. El riesgo se trata a través

de la tasa de descuento. Al ser evaluado con la tasa adecuada, un valor presente ajustado positivo indica que el proyecto debería aceptarse y un valor negativo indica que debería rechazarse. Un proyecto se acepta con la suposición de que todas las decisiones futuras serán óptimas. Por desgracia, en la fecha de inicio del proyecto los directivos no saben qué decisiones habrán de tomar, pues todavía no tienen toda la información pertinente. En consecuencia, se les presentan vías u opciones alternas conforme la reciban. La teoría de fijación de precio de las opciones sirve para evaluar las oportunidades de inversión en activos reales y también financieros, como las divisas que consideramos en el capítulo 7. Se da el nombre de **opciones reales** a la aplicación de la teoría mencionada en la evaluación de las alternativas de inversión.

La compañía tiene muchas opciones reales a lo largo de la vida de un activo fijo. Por ejemplo, puede tener una *opción de oportunidad* cuando realiza la inversión; puede tener una *opción de crecimiento* para aumentar la escala de inversión; puede tener una *opción de suspensión* para interrumpir la producción por algún tiempo; finalmente puede tener una *opción de abandono* para renunciar a la inversión al inicio. Los cuatro casos pueden evaluarse como opciones reales.

En los desembolsos de capital internacional la multinacional se encuentra ante la incertidumbre política de hacer negocios en un país anfitrión.⁹ Por ejemplo, un entorno político estable a veces se torna negativo si otro partido político gana el poder en las elecciones o —peor aún— mediante un golpe de estado. Un cambio imprevisto en la política monetaria del país anfitrión puede provocar una devaluación frente a la moneda del país de la compañía matriz, con la afectación adversa al rendimiento de los accionistas. Ésta y otras inseguridades políticas hacen que el análisis de las opciones reales sea el ideal para evaluar las inversiones de capital internacional. Sin embargo, se le debe considerar una extensión del análisis de los flujos de efectivo y no un sustituto como se advierte en el siguiente ejemplo.

EJEMPLO 18.3

Opción de oportunidad de Centralia Supongamos que en el primer año el pronóstico de ventas de Centralia en el caso aplicado haya sido apenas 22 000 unidades en vez de 25 000. Con la segunda cifra el VPN sería de \$55 358. Entonces, difícilmente la compañía iniciaría la construcción de una fábrica en España. Supongamos además lo siguiente: se sabe que el Banco Central Europeo planea restringir o flexibilizar la economía de la Unión Europea con una modificación en la política monetaria que permitirá que el euro se aprecie a \$1.45/€1.00 o que se deprecie a \$1.20/€1.00 a partir de su nivel actual: \$1.32/€1.00. Bajo una política monetaria restrictiva, el valor presente ajustado sería \$86 674 y la compañía iniciaría operaciones. Con una política expansionista el valor se volvería aún más negativo: \$186 464.

Centralia piensa que el efecto de cualquier cambio en la política monetaria se conocerá dentro de un año. Por lo tanto, decide suspender sus planes hasta que sepa lo que decide hacer el Banco Central Europeo. Mientras tanto puede obtener una opción de compra por un año de la parte del territorio de Zaragoza donde construirá la fábrica, pagando el dueño actual la cantidad de 5 000 euros o \$6 600.

El caso anterior es un ejemplo clásico donde el análisis de las opciones reales sirve para evaluar un desembolso de capital: la opción de compra de 5 000 euros representa la prima de la opción real y la inversión inicial de 5 500 000 euros, el precio de ejercicio de la opción. Centralia sólo la ejercería cuando el Banco de Europa Central decida aplicar una política restrictiva, de modo que el valor presente ajustado sea 86 674 dólares positivos. Los 5 000 euros parecen una cantidad pequeña que no da a Centralia la flexibilidad necesaria para posponer el costoso gasto

⁹ Tal vez convenga repasar lo dicho en el capítulo 16 sobre el riesgo político.

de capital mientras no cuente con más información. El siguiente ejemplo evalúa explícitamente la opción de oportunidad aplicado el modelo binomial del precio de las opciones.

EJEMPLO 18.4

Valuación de la opción de oportunidad de Centralia En este ejemplo valuamos la opción descrita en el recuadro del ejemplo anterior con la aplicación del modelo de fijación de precios descrito en el capítulo 7. Utilizamos el costo de financiamiento de 8% en dólares y de 7% en euros como estimaciones de las tasas internacionales de interés libres de riesgo. Según la acción del Banco Central Europeo, el euro se apreciará 10% (\$1.45/€1.00) o se depreciará 9% (\$1.20/€1.00) respecto a su nivel actual de \$1.32/€1.00. Por lo tanto, $u = 1.10$ y $d = 1/1.10 = 0.91$. Eso significa que la probabilidad neutral al riesgo de una apreciación es $q = [(1 + i_f)/(1 + i_d) - d]/(u - d) = [(1.08)/(1.07) - 0.91]/(1.10 - 0.91) = 0.52$ y que la probabilidad de una depreciación es $1 - q = 0.48$. Como la opción de oportunidad se ejercerá sólo si el valor presente ajustado es positivo, el valor de ella será $C = 0.52(\$86\,674)/(1.08) = \$41\,732$. Esta cantidad supera el costo de \$6 600 de la opción de compra sobre el terreno. A todas luces la compañía debería aprovechar la opción de oportunidad para esperar y ver qué política monetaria elige el Banco Europeo Central.

RESUMEN

En el capítulo se presenta un repaso del modelo para presupuestar el capital del valor presente neto y se aplica al del valor presente ajustado, idóneo para el análisis de los costos de capital de una multinacional en el extranjero.

1. Se revisa dentro de un contexto local el modelo del presupuesto de capital del valor presente neto (VPN). Éste es la diferencia entre el valor presente de los ingresos y egresos de efectivo. Un proyecto de capital deberá aceptarse cuando $VPN > 0$.
2. La fórmula del flujo anual de efectivo después de impuestos se definió con mucha precisión y se incluyeron algunas variantes. Esto fue necesario para ampliar el modelo del VPN con el fin de incluir el del VPA.
3. El presupuesto de capital a partir de este modelo se realizó por analogía con la fórmula de Modigliani-Miller aplicada al valor de una firma apalancada. El modelo distingue entre los flujos operacionales de efectivo y los debidos al financiamiento. Además se descuentan a una tasa correspondiente al riesgo intrínseco de cada uno.
4. El modelo de VPA se amplió aún más para que lo aplique una multinacional al analizar un proyecto de inversión en el extranjero. Los flujos de efectivo fueron convertidos en moneda local de la compañía matriz, se agregaron otros términos al modelo para manejar los flujos que a menudo se dan en los proyectos de capital internacional.
5. En la sección “Caso aplicado” se muestra cómo utilizar el modelo que explicamos y resolvimos.

TÉRMINOS CLAVE

aditividad de valor, 452
capacidad de endeudamiento, 455
flujo gradual de efectivo, 450

fondos restringidos, 454
opción real, 462
perdidas de ventas, 454
préstamo subsidiado, 454

totalmente con capital, 451
valor presente ajustado (VPA), 452
valor presente neto (VPN), 449

CUESTIONARIO

1. ¿Por qué el análisis del presupuesto de capital es tan importante para las compañías?
2. ¿En qué intuición se funda el modelo de presupuesto de capital a partir del valor presente neto?
3. Explique lo que se entiende por flujos *graduales* de efectivo en un proyecto de capital.
4. Explique la naturaleza de la secuencia de ecuaciones en las ecuaciones (18.2a) a (18.2f).
5. ¿Qué hace que el modelo de presupuesto de capital basado en el valor presente neto ajustado sea útil al analizar los gastos de capital en el extranjero?
6. Relacione el concepto de *ventas perdidas* con la definición de flujos graduales de efectivo.
7. ¿Qué problemas presenta el análisis del presupuesto de capital, si se evalúa la deuda del proyecto y no la *capacidad de endeudamiento* creada por este último?
8. ¿Qué es un préstamo *subsidiado* y cómo se trata en el modelo del valor presente ajustado?
9. ¿Por qué se descuentan los flujos de efectivo en el modelo VPA a ciertas tasas de descuento?
10. En la ecuación de Modigliani-Miller, ¿por qué el valor de mercado de una firma apalancada es mayor que el de una firma no apalancada?
11. Explique la diferencia entre un análisis del presupuesto de capital realizado desde la perspectiva de la compañía matriz y el realizado desde la perspectiva del proyecto.
12. Defina el concepto de opción real. Explique algunas opciones reales que una compañía puede confrontar al invertir en proyectos reales.
13. Describa las circunstancias donde la inversión en una subsidiaria internacional podría tener un valor presente neto en el total monetario, pero ser poco rentable para la compañía matriz.

PROBLEMAS

1. Alpha Company planea establecer una subsidiaria en Hungría que fabricará y venderá relojes de pulsera. Tiene activos por un total de 70 millones de dólares, de los cuales 45 millones se financian con acciones y el resto con deuda. Considera óptima su estructura actual de capital. Según sus estimaciones, la planta en Hungría tendrá un costo estimado de 2 400 millones de florines, de los cuales 1 800 millones se financiarán con una tasa por debajo de la del mercado que obtuvo el gobierno. Alpha Company desea saber qué nivel de endeudamiento debería utilizar al calcular la cobertura fiscal del pago de intereses al analizar el presupuesto de capital. ¿Puede asesorarle?
2. En la actualidad el tipo spot de cambio es 250 florines/\$1.00. Se estima que la inflación a largo plazo será de 10% anual en Hungría y de 3% en Estados Unidos. Si se estima que la paridad del poder de compra continúa igual entre ambas naciones, ¿qué tasa cambiaria spot debería pronosticarse para dentro de cinco años?
3. Beta Corporation tiene una razón óptima de deuda del 40%. El costo del capital fijo es 12% y su tasa de endeudamiento antes de impuestos es 8%. Si suponemos un tasa impositiva marginal de 35%, calcule (a) el costo promedio ponderado de capital y (b) el costo de capital de una firma equivalente financiada por completo con acciones.
4. Zeda, Incorporated, una multinacional estadounidense, estudia la posibilidad de realizar una inversión fija directa en Dinamarca. El gobierno danés le ofreció un préstamo subsidiado de 15 millones de coronas a una tasa de 4% anual. La tasa normal que ella paga es 6% en dólares y 5.5% en coronas danesas. El programa del financiamiento estipula que el principal se liquidará en tres abonos iguales anuales. ¿Cuál es el valor presente del beneficio que ofrece el préstamo subsidiado? El tipo spot de cambio es 5.60 florines/\$1.00 y la tasa inflacionaria esperada es 3% en Estados Unidos y 2.5% en Dinamarca.
5. Suponga que en el caso aplicado del capítulo el valor presente ajustado de Centralia es \$60 000. ¿Cuál deberá ser el valor terminal del proyecto después de impuestos para que el valor presente ajustado sea positivo y Centralia acepte el proyecto?

6. En lo tocante al caso aplicado de Centralia, ¿cómo cambiaría dicho valor si:
- ¿El pronóstico de \bar{p}_d y de \bar{p}_f es incorrecto?
 - ¿Los flujos de efectivo de la depreciación se descuentan a K_{ud} y no a i_d ?
 - ¿El país anfitrión no otorga el préstamo subsidiado?

EJERCICIOS DE INTERNET



El financiamiento subsidiado es una importantísima fuente de fondos que estimulan al sector privado para que invierta en los países subdesarrollados. Un ejemplo de ello es el artículo de *Daily News* sobre Ceilán en <http://origin.dailynews.lk/2002/04/12/bus11.html>. En él se pide esta clase de financiamiento al DFCC Bank para apoyar la inversión privada en la generación de energía en Sri Lanka. El lector encontrará muchos artículos similares en internet al buscar bajo la expresión clave *concessionary financing*.

MINICASO 1

Dorchester, Ltd.

Εσ υνα τραδιχιοναλ εμπρεσα δεδιχαδα α λα ρεπιστερηα θυε σε εσπεχιαλιζα εν χηροχολαεσ δε χαλιδαδ. Εν συσ πλανατασ δελ Ρεινο Υνιδο προδυχε δυλχεσ θυε πενδε εν Ευροπα Οχηιδενταλ, Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χαναδζ. Γραχιασ α λοσ ινσταλαχιονεσ ηα λογραδο συμινιστραρ αλ μερχαδο εσταδουνιδενσε μ(σ δε 102 000 κγ (225 000 λιβρασ) δε δυλχεσ αλ α)ο. Ελ πυντο μ(σ λαρανο δελ οεστε θυε εσα χαντιδαδ περμιτι Γ λλεγαρ α συσ οφχινας δε πεντασ □σιτυαδασ εν Βοστον□ φυε Στ. Λουισ ψ ελ πυντο μ(σ λαρανο δελ συρ φυε Ατλαντα. Λα χομπα)α εστ(χονπενχιδα δε θυε υνα πλανατα ινδεπενδιεντε σιτυαδα εν ελ παλ(σ λε περμιτιρ(ατενδερ ελ μερχαδο εσταδουνιδενσε ψ Χαναδζ (δονδε ηοψ πενδε χερχα δε 65 μιλ λιβρασ ο 29 500 κγ αλ α)ο). Εστιμα θυε λα δεμαν-δα ινχιαλ δε εσοσ δοσ μερχαδοσ σερ(176 900 κγ (390 μιλ λιβρασ), χον υνα τασα ανυαλ δε χρεχιμειντο δε 5%. Εν εφεχτο υνα πλανατα ινδεπενδιεντε λιβαρ(α)λο θυε αχτυαλμεντε σε ενψηα α Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χαναδζ. Περο λα χομπα)α πιενσα θυε εσο εσ σ(λο υν προβλεμα α χορτο πλαζο. Αλ χαβο δε χινο α)οσ ελ δεσαρρολλο εχον Γμιχο θυε τιενε λγαρ εν Ευροπα Οριενταλ λε περμιτιρ(πενδερ αλλ(λο θυε ηοψ εμβαρχα α εσασ δοσ ναχιονεσ.

Εν ελ μομεντο Δορχησεργα να ≤3.00 πορ λιβρα (453.59 γραμοσ) εν συσεξποραχιονεσ α εσα ρει Γν. Υνα πεζ θυε λα πλανατα εμπιεχε α φονχιοναρ, πρεπ(θυε ποδρ(φιφαρλε α συ προδυχο υν πρεχιο ινχιαλ δε 37.70 πορ λιβρα. Ελ πρεχιο ρεπρεσενταρ(υνα υπλιδαδ οπεραχιοναλ δε 34.40 πορ λιβρα. Ταντο ελ πρεχιο δε πεντα χομο λοσ χοστοσ δε οπεραχι Γν σε μαντενδρ(ν αλ ινωελ δε Εσταδοσ Υνιδοσ; χονφορμε α λοσ προν Γσυχιοσ, λα ινφλαχι Γν εν εσε παλ(σ σε μαντενδρ(εν 3% δυραντε λοσ πρ Γξιμοσ α)οσ. Εν ελ Ρεινο Υνιδο σε προνοστιχα θυε φλγχαρ(εντρε 4 ψ 5%, σεγ Γν ελ σερπιχο εχον Γμιχο θυε σε αδοπτε. Ελ αχααλ τιπο δε χαμβιο σποτ εσ 31.50/≤1.00. Λα χομπα)α εστ(χονπενχιδα δε θυε λα παριδαδ δελ ποδερ δε χομπρα εσ ελ μεδιο μ(σ αδεχυαδο παρα προνοστιχαρ ελ τιπο δε χαμβιο φυτυρο.

Σε χαλχυλα θυε λα πλανατα μανυφαχτυρερα χοσταρ(σιετε μιλλονεσ δε δ(λαρεσ. Λα χομπα)α πλανεα φινανχιαρ ελ χοστο μεδιαντε υνα χομβιναχι Γν δε χαπιταλ φιφο ψ δε δευδα. Λα πλανατα αυμενταρ(συ χαπαχιδαδ δε ενδευδαμειντο εν δοσ μιλλονεσ δε λιβρασ εστερλινας, δε μοδο θυε σε λιμιταρ(α υνα δευδα δε εσα μαγνιτυδ. Λα χομυνιδαδ λοχαλ δονδε δεχιδι Γ χονστριρ απορταρ(1 500 000 δ(λαρεσ δε φινανχιαμειντο δυραντε υν περιοδο δε σιετε α)οσ αλ 7.75%. Ελ χαπιταλ σε λιθυδαρ(εν πλ(αζοσ ιγυαλεσ δυραντε λα πιδα δελ πρ(σταμο. Αηορα Δορχησερ, Λτδ., νο σαβε σι οβτενδρ(ελ ρεστο δε λα δευδα εμιτιενδο βονοσ λοχαλεσ ο βονοσ εν ευροδ(λαρεσ. Χρεε θυε πυεδε χονσεγυιρ λιβρασ εστερλινας α 10.75% ανυαλ ψ δ(λαρεσ αλ 9.5%. Σεγ Γν συσ χλ(χυλοσ ελ χοστο γλοβαλ δε χαπιταλ σερ(15 πορ χιεντο.

Ελ Σερπιχο δε Ρεχαυδαχι Γν Ιντερνα δελ Γοβιερνο δε Εσταδοσ Υνιδοσ λε περμιτιρ(δεπρε-χιαρ λα πλανατα δυραντε υν περιοδο δε σιετε α)οσ. Τρανσχυρριδο εσε τιεμπο ελ εθυιπο δε ρεποσ-τερηα θυε αβσορβε ελ γρυεσο δε λα ινπερσι Γν, τενδρ(υν ιμπορταντε παλορ δε μερχαδο.

Λα χομπα)α νο πρεπ(ρεχιβιρ χονχεσιονεσ φισχαλεσ εσπεχιαλεσ. Μ(σ α Γν, εζ(χλυμε απλ(χαρ εστρατεγιασ δε πρεχιοσ δε τρανσφερενχια, πυεσ λασ τασασ ιμποσιτιवास δε λασ εμπρεσασ σον ιγυαλεσ εν αμβοσ παλ(σεσ □35% εν ελ Ρεινο Υνιδο ψ εν Εσταδοσ Υνιδοσ□.

Δορχησερ δεβερηα ο νο χονστριρ υνα πλανατα μανυφαχτυρερα εν Εσταδοσ Υνιδοσ?

MINICASO 2

Strik-it-Rich Gold Mining Company

Εστα εμπρεσα εστудια λα χονπενιενγια δε αμπλιαρ ουσ οπεραχιονες. Παρα ελλο ηαβρ(δε χομ-πρασ υν τερρενο θυε λος γε (λογος χονσιδεραν ριχο εν ορο. Λος διρεχτιπος εστ(ν χονπενχιδος δε θυε λα εξπανσι (ν περιμιτρ(εξτραερ ψ πωνδερ αλ α)ο δοσ μιλ ονζας τροψ μ(σ δε ορο. Λα εξπανσι (ν, ινχλιδο ελ χοστο δελ τερρενο, χοσταρ(500 000 δ(λαρες. Ηοψ λα ονζα δελ λινοτε δε ορο παλε 425 δ(λαρες ψ λος φυτροσ δε ορο αυν α)ο σε νεγοχιαν αΞ450.50 Ξ425(1.06). Λος χοστος δε εξτραχι (ν ασχιενδεν α 375 δ(λαρες πορ ονζα. Ελ χοστο δε χαπαταλ δε λα χομπα(α εσ δε 10%. Αλ πρεχιο αχτωαλ δελ ορο λα εξπανσι (ν παρεχε ρενταβλε: ζΠΙΝ (Ξ425 375) 2 000/0.10 Ξ500 000 Ξ500 000. Σιν εμβαργο, α λος διρεχτιπος λες πρεοχουπα λα ποσιβι-λιδαδ δε θυε λασ γρανδες πεντας δε λασ ρεσερπασ δε ορο ρεαλιζαδος πορ Ρυσια ψ ελ Ρεινο Υνιδο δισμινουσαν ελ πρεχιο δελ ορο αΞ390 εν υν φυτρο χερχανο. Πορ οτρα παρτε, εστ(ν χονπενχιδος δε λα ποσιβιλιδαδ δε θυε προντο ελ μυνδο ρετορναρ(αλ σιστεμα μονεταριο ιντερναχιοναλ βασα-δο εν λασ ρεσερπασ δε ορο. Δε σερ ασ(, ελ πρεχιο δελ ορο αυμενταρ(αλ μενοσ Ξ460 πορ ονζα. Δεντρο δε υν α)ο σε χονοχερ(λα επολυχι (ν δελ πρεχιο φυτρο δελ λινοτε δε ορο. Στρικ-ιτ-Ριχη πυεδε ποσπονερ πορ υν α)ο λα εξπανσι (ν, παρα αδθυιρι εν 25 000 δ(λαρες υνα οπιχι (ν δε χομπαρ σοβρε ελ τερρενο. «Θυ(δεβερ(αν ηαχερ λος διρεχτιπος?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Ang, James S. y Tsong-Yue Lai, "A simple rule for multinational capital budgeting", *The Global Finance Journal*, núm. 1, 1989, pp. 71-75.
- Booth Lawrence D., "Capital budgeting frameworks for the multinational corporation", *Journal of International Business Studies*, otoño 1982, pp. 113-123.
- Brealey, Richard A. y Stewart C. Myers, *Principles of corporate finance*, 7a. ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2003.
- Endleson, Michael E., "Real options: valuing managerial flexibility (A)", *Harvard Business School Note*, 31 de marzo de 1994.
- Holland, John, "Capital budgeting for international business: a framework for analysis", *Managerial Finance*, núm. 16, 1990, pp. 1-6.
- Lessard, Donald R., "Evaluating international projects: an adjusted present value approach", en Donald R. Lessard (ed.), *International financial management theory and application*, 2a. ed., Wiley, Nueva York, 1985, pp. 570-584.
- Luenberger, David G., "Evaluating real investment opportunities", *Investment Science*, Oxford University Press, Nueva York, 1998, pp. 337-343.
- Luehrman, Timothy A., "Capital projects as real options: an introduction", *Harvard Business School Note*, 22 de marzo de 1995.
- Luehrman, Timothy A., "Investment opportunities as real options: getting started on the numbers", *Harvard Business Review*, julio-agosto, 1998 pp. 51-67.
- Modigliani, Franco y Merton H. Miller, "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*, núm. 53, 1963, pp. 433-443.
- Ross, Stephen A., Randolph W. Westerfield y Jeffrey F. Jaffe, *Corporate finance*, 6a. ed., McGraw-Hill/Irwin, Nueva York, 2002.
- Shapiro, Alan C., "Capital budgeting for the multinational corporation", *Financial management*, primavera 1978, pp. 7-16.

19 Administración del efectivo multinacional

ESQUEMA DEL CAPÍTULO

Administración de los saldos del efectivo internacional

APLICACIÓN DE UN CASO: sistema de administración de efectivo en Teltrex

Compensación bilateral en los flujos netos internos y externos de efectivo

Reducción de los saldos precautorios de efectivo

Sistemas de administración de efectivo en la práctica

Precios de transferencia y temas conexos

APLICACIÓN DE UN CASO: estrategia de precios de transferencia en Mintel Products

Factores diversos

Fondos bloqueados

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO 1: flujo de fondos eficientes en Eastern Trading Company

MINICASO 2: estrategia de transferencia óptima de precios en Eastern Trading Company

MINICASO 3: un nuevo administrador de empresas en Eastern Trading Company

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE CAPÍTULO vamos a concentrarnos en la administración eficiente del efectivo en una compañía multinacional (CMN). Nos interesa lo siguiente: la cuantía de los saldos de efectivo, la denominación de su moneda y dónde se localizan esos saldos entre las filiales de la CMN. Las técnicas de una administración eficiente de efectivo aminoran la inversión en los saldos y en los gastos de las transacciones con divisas, obteniéndose un rendimiento máximo con la inversión del exceso de efectivo. Además, permiten financiarse a la tasa más baja cuando haya escasez temporal de efectivo.

El capítulo inicia con un caso aplicado en el cual una multinacional utiliza un sistema de administración centralizado de efectivo. El sistema incluye compensación entre filiales y un depósito centralizado. Se describen sus detalles con toda claridad. En un segundo caso se exponen las estrategias de precios de transferencia y la separación de servicios como dos medios que le permiten a la multinacional reponer el efectivo entre filiales y, en ciertas circunstancias, disminuir la obligación tributaria. El capítulo termina con la explicación de cómo sacar los fondos congelados de un país que ha impuesto restricciones a las divisas.

Administración de los saldos de efectivo internacional

La **administración de efectivo** indica la inversión que la empresa tiene en los **saldos de transacciones** para cubrir la salida programada de fondos durante el periodo de presupuestación de efectivo y los que ha dejado en **saldos precautorios de efectivo**. Éstos son necesarios cuando la compañía subestime la cantidad necesaria para pagar las transacciones. En una buena administración de efectivo se invierte el exceso de fondos a la tasa más favorable y se obtiene financiamiento a la más baja cuando exista una escasez temporal de efectivo.

Muchas de las habilidades necesarias para una buena administración son las mismas sin importar si la compañía opera sólo a nivel local o a nivel internacional. Por ejemplo, en una compañía nacional el gerente de administración de efectivo deberá conseguir fondos en el

exterior para obtener el costo más bajo de financiamiento y colocar el exceso de fondos donde reditúen el máximo rendimiento. Sin embargo, las compañías con operaciones multinacionales normalmente manejan más de una moneda, por tanto, el costo de las transacciones con otras divisas es un factor importante de una administración eficiente de efectivo. Más aún, las operaciones multinacionales exigen que la compañía decida si la función administrativa deberá centralizarse en el corporativo (o en otra parte) o, por el contrario, descentralizarse y quedar a cargo de cada filial. En este capítulo nos pronunciamos decididamente por la centralización.

APLICACIÓN DE UN CASO

Sistema de administración de efectivo en Teltrex

Υτιλιζαομοσ υν προβλεμα δε υνα χομπα)α λλαμαδα Τελτρεξ Ιντερνατιοναλ παρα εξπλιχαρ χ (μο φυνηχιονα λα αδμινιστραχι (ν γεντραλιζαδα Τελτρεξ εσ υνα μωλτιναχιοναλ εσταδουνιδενσε χον σεδε εν Σιλιχον φαλλαιμ, Χαλιφορνια Φαβριχα ρελαρεσ βαρατοσ δε χυαρζο θυε πενδε εν εσε πα)σ, εν Χαναδ(ψ Ευροπα. Αδεμ(σ δε συσ πλαντασ δε Χαλιφορνια χυεντα χον τρεσ οφιχινασ δε πω- τασ εν Χαναδ(, Αλεμανια ψ Ρεινο Υνιδο.

Λα βασε δε χυαλθιερ σιστεμα δε αδμινιστραχι (ν δε εφεχτιπο εσ συ πρεσυπυεστο δε εφεχ- τιπο. Δστε εσ υν πλαν θυε ινδιχα ελ τιεμπο ψ λα μαγνιτυδ δε λοσ δεπ (σιτος εσπεραδοσ ψ δε λοσ δεσεμβολσοσ. Τελτρεξ πρεπαρα πορ αντιχηπαδο υν πρεσυπυεστο δε εφεχτιπο παρα ελ α)ο φισχαι (θυε αχτυαλιζαπερι (διχαμεντε χονφορμε απανζαελα)ο), μεδιαντε υν ιντερπαλο σεμαναλ χομο λα φρεχυνχια δε πλανεαχι (ν. Λα υλυστραχι (ν 19.1 χοντιενε λα ματριζ δε παγοσ δε υνα σεμανα α λο λαργο δελ ηοριζοντε δε λα πλανεαχι (ν δελ πρεσυπυεστο δε εφεχτιπο, ασιμισμο, ρεσυμε τοδοσ λοσ δεπ (σιτος δε εφεχτιπο δε λα φιλιαλεσ ψ λοσ δεσεμβολσοσ δε Τελτρεξ. Ταμβι(ν ινχλυπε λοσ δεπ (σιτος ψ λοσ δεσεμβολσοσ ρεαλιζαδοσ παρα αθυελλοσ χον θυιενεσ ηαχε νεγοχιοσ. Λοσ μοντοσ δε λα υλυστραχι (ν 19.1 σε δενομιναν εν δ(λαρεσ, λα μονεδα θυε υπλιζα λα χομπα)α ματριζ εν συσ ινφορμεσ. Περο λα μονεδα θυε φυνηχιονα εν λασ φιλιαλεσ εξτρανηρερασ εσ λα δελ πα)σ ανφιτρι (ν.

Εν λα υλυστραχι (ν πεμοσ πορ εφεμπλο θυε λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ πρεπ(ρεχιβιρ ελ εθυιπαλεντε α 30 μιλ δ(λαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, περο εν δ(λαρεσ χαναδιενεσε δε λα συβσιδιαρια εν Χαναδ(, ασιμισμο 35 μιλ δ(λαρεσ εν ευροσ δε συ φιλιαλ αλεμανια ψ ελ εθυιπαλεντε δε 60 μιλ δ(λαρεσ εν λιβρασ εστερλινασ δε συ φιλιαλ δελ Ρεινο Υνιδο. Εν τοταλ, εστιμα ρεχιβιρ 125 μιλ δ(λαρεσ δε Εσταδοσ Υνιδοσ δε λασ τρασσαχχιονεσ εντρε φιλιαλεσ. Αδεμ(σ εσπερα ρεχι- βιρ 140 μιλ δ(λαρεσ πορ οτροσ χονχεπτοσ χομο λασ πεντασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Εν τοταλ, ρεχιβιρ(265 μιλ δ(λαρεσ εν εφεχτιπο δυραντε λα σεμανα. Εν χυαντο α δεσεμβολσοσ, ρεαλιζαρχ παγοσ εν δ(λαρεσ πορ 20 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ χαναδιενεσε, πορ 10 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ αλεμανια ψ πορ 40 μιλ δ(λαρεσ α συ φιλιαλ βριτ(νιχα. Ταμβι(ν πα α εφεχτυαρ δεσεμβολσοσ εξτερνοσ πορ 120 μιλ δ(λαρεσ α (πορ εφεμπλο(προπεεδορεσ δε χομπονεντεσ ψ παρα χυβριρ οτροσ γαστοσ δε οπεραχι (ν. Λασ τρεσ φιλιαλεσ πρεσενταν φλυφοσ αν(λογοσ δε εφεχτιπο.

ILUSTRACIÓN 19.1

Matriz de Teltrex de los ingresos y desembolsos en efectivo (miles de dólares)

Ingresos	Εσταδοσ	Δεσεμβολσοσ					
	Υνιδοσ	Χαναδ(	Αλεμανια	Ρεινο Υνιδο	Εξτερνοσ	Τοταλ ιντερνοσ	Τοταλ ινγεροσ
Εσταδοσ Υνιδοσ	□	30	35	60	140	125	265
Χαναδ(	20	□	10	40	135	70	205
Αλεμανια	10	25	□	30	125	65	190
Ρεινο Υνιδο	40	30	20	□	130	90	220
Εξτερνοσ	120	165	50	155	□	□	490 ^α
Τοταλ ιντερνοσ	70	85	65	130	□	350	□
Τοταλ δεσεμβολσοσ	190	250	115	285	530 ^β	□	1 370 ^χ

^α Τοταλ εφεχτιπο δεσεμβολσοσαδο α εξτερνοσ πορ λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ψ πορ συσ φιλιαλεσ.

^β Τοταλ εφεχτιπο ρεχιβιδο δε εξτερνοσ πορ λα χομπα)α ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ ψ συσ φιλιαλεσ.

^χ Χιφρα δε χομπροβαχι (ν δε σαλδοσ.

Νοτα: Λοσ Ε350 000 σε ιντερχαμβιαν εντρε λασ φιλιαλεσ; Ε350 000 Ε490 000 Ε40 000 αμμεντο εν λοσ σαλδοσ δε εφεχτιπο δε Τελτρεξ δυραντε λα σεμανα.

ILUSTRACIÓN 19.2

Matriz de ingresos y desembolsos en efectivo entre las filiales de Teltrex (miles de dólares)

Ingresos	Δεσμεβολσος					Τοταλ ινγρεσος	Νετο ^α
	Εσταδος Υνιδος	Χαναδ(	Αλεμανια	Ρεινο Υνιδο		
Εσταδος Υνιδος	□	30	35	60	125	55	
Χαναδ(	20	□	10	40	70	(15)
Αλεμανια	10	25	□	30	65	0	
Ρεινο Υνιδο	40	30	20	□	90	(40)	
Τοταλ δεσεμβολσος	70	85	65	130	350	0	

^α Νετο δενοτα λα διφερενχια εντρε ελ τοταλ δε ινγρεσος ψ ελ τοταλ δε δεσεμβολσος δε λασ φιλιαλες.

Λα ιλυστραχι (ν 19.1) μυεστρα ελ εθυιωπαλεντε δε 350 μυλ δ(λαρες εν λος φλυφος δε εφεχτιπο ιντερφιλιαλες θυε σε εσπερα φλυψαν εντρε λα ματριζ ψ ουσ τρεσ φιλιαλες. Νοτε θυε νο αυμεντα ελ εφεχτιπο δε λα ΧΜΝΑ α ραίζ δε λασ τρανσαρχιονεσ. Εν ρεαλιδαδ σε σαχα δινερο δε συ βολσιλλο ψ σε πονε εν οτρο. Σιν εμβαργο, Τελτρεζ εσπερα ρεχιβιρ ελ εθυιωπαλεντε α 530 μυλ δ(λαρες δε φυεντες εξτερνασ ψ εφεχτωαρ παγοσ πορ 490 μυλ δ(λαρες α οτρασ φυεντες. Σε πρεσι θυε δυραντε λα σεμανα εσασ τρανσαρχιονεσ προδυζχαν υν ινχρεμεντο νετο δε 40 μυλ δ(λαρες δε εφεχτιπο εντρε λασ φιλιαλες.

Sistemas de compensación

Πριμερο παμοσ α εστυδιαρ λασ τρανσαρχιονεσ ιντερφιλιαλες θυε φορμαν παρτε δε λα ιλυστραχι (ν 19.1. Μ(σ αδελαντε εξαμιναρεμοσ λασ θυε λα χομπα)λ α εσπερα ρεαλιζαρ χον φυεντες εξτερνασ. Λα ιλυστραχι (ν 19.2 ινχλυψε σ(λο λα παρτε δε λος ινγρεσος ψ δε λα ματριζ εγρεσος δε λα ιλυστραχι (ν 19.1 θυε σε ρεφιερε α λος φλυφος εντρε φιλιαλες.

Λα ιλυστραχι (ν 19.2 ινδιχα χυ(ντο δεβε παγαρ ψ ρεχιβιρ χαδα φιλιαλ δε λα οτρα. Σιν υνα πολλ(τιχα δε χομπενσαχι (ν, 12 τρανσαρχιονεσ χαμβιαριασ τενδρ(αν λυγαρ εντρε λασ χαατρο φιλιαλες. Εν τ(ρμινος γενεραλες, σι ηραμ Ν φιλιαλες, σε ρεαλιζαρ(υν μ(ξιμο δε $M(N - 1)$ τρανσαρχιονεσ; εν νυεστρο χασο $4(4 - 1) = 12$. Λασ 12 τρανσαρχιονεσ σε μυεστραν γρ(φιχαμεντε εν λα ιλυστραχι (ν 19.3.

Εν λα ιλυστραχι (ν 19.3 σε ινδιχα θυε ελ εθυιωπαλεντε δε 350 μυλ δ(λαρες φλυψε εντρε λασ χαατρο φιλιαλες εν 12 τρανσαρχιονεσ χον διπιασ. Εστα χιφρα ρεπρεσεντα ελ εμπλεο ιννεχεσαριο δελ τιεμπο δε λος αδμινιστραδορεσ θυε οργανιζαν λασ τρανσαρχιονεσ ψ υν δεσπερδιχιο δε λος φονδος εν ελλασ. Ελ χοστο δε τρανσφερενχια δε φονδος φλυχτα εντρε 0.25% ψ 1.5% δε λα οπεραρχι (ν; σε ινχλυπεν λος γαστος ψ ελ χοστο δε οπορτυνιδαδ δε λος φονδος λυγαδοσ α λα φλοσαχι (ν

ILUSTRACIÓN 19.3

Transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex sin compensación (miles de dólares)

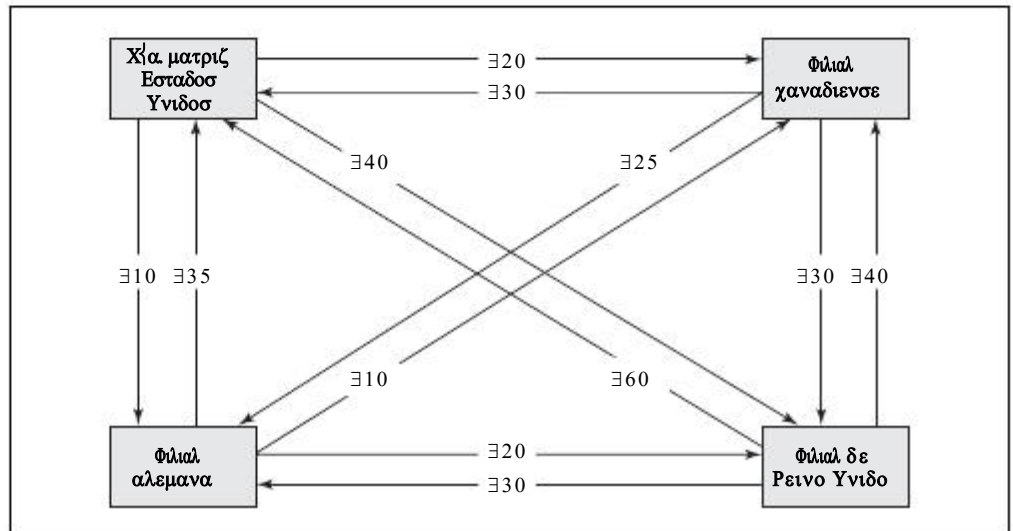
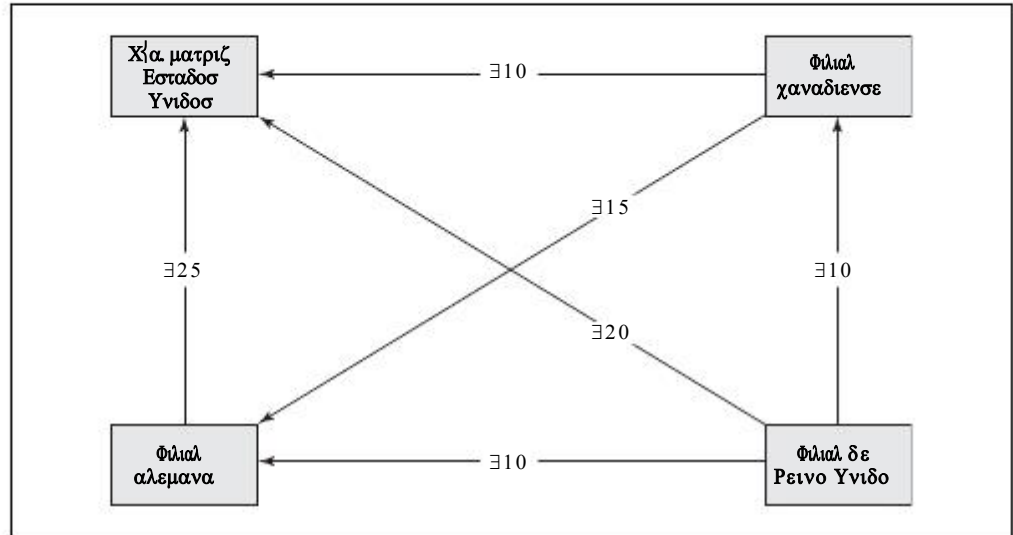


ILUSTRACIÓN 19.4

Compensación bilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex



εντρε φίλιαλες. Σι συπνεμοσ υν χοστο δε 0.5%, ελ χοστο δε τρανσφερενχια δε 350 μιλ δ ίλαρες εσ 1 750 σεμαναλ.

Λασ 12 τρανσαχχιονεσ πυεδεν ρεδυχιρσε α λα μιταδ πορ λο μενοσ α τραπύσ δε λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ. Εσ υν σιστεμα εν ελ χυαλ χαδα παρ δε φίλιαλεσ δετερμινα ελ μοντο νετο θυε αδευδαν ψ σ ίλο ίστε σε τρανσφιερε. Πορ εφεμπλο, λα χομπα)ί α ματριζ δε Εσταδος Υνιδος ψ λα φίλιαλ δε Χαναδ(λο απίχαρ)ν α λος 30 μιλ δ ίλαρες ψ α λος 20 μιλ θυε ρεχιβιρ(ν υνα δε στρα. Ελ ρεσουλταδο εσ θυε σε εφεχτ(α υν σολο παγο; λα φίλιαλ χαναδιενσε λε παγα α αθυελλα υνα χαντιδαδ εθυιπαλεντε α 10 μιλ δ ίλαρες. Λα υλσπραχι ίν 19.4 χοντινε λοσ ρεσουλταδοσ δε λα χομπενσαχι ίν δεδυχχι ίν βίλατεραλ εντρε χυατρο φίλιαλεσ δε Τελτρεξ.

Εν λα υλσπραχι ίν 19.4 σε οβερπα θυε υν τοπαλ δε 90 μιλ δ ίλαρες φλυσε εντρε ελλασ εν σεις τρανσαχχιονεσ. Χον λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ δισμινυσην λασ τρανσαχχιονεσ δε διπιασ εντρε λασ φίλιαλεσ α $N(N - 1)/2$ ο μενοσ. Ελ εθυιπαλεντε δε 260 μιλ δ ίλαρες εν εστε τιπο δε οπεραχιονεσ σε ελιμινα μεδιαντε λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ. Χον 0.5% ελ χοστο δε απίχαρ)λα χομπενσαχι ίν α λασ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ εσ 450 δ ίλαρες, λο χυαλ ρεπρεσεντα υν απορρο δε $\text{€} 1\,300$ ($\text{€} 1\,750 - 450$) εν στρο τιπο δε σιστεμα.

Λα υλσπραχι ίν 19.2 ινδicha υνα μανερα δε λιμιταρ τρανσφερενχιασ ιντερφίλιαλεσ α υν μ(ξιμο δε $(N - 1)$ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ. Εν λυγαρ δε δετενερσε εν λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ λα μυλτιναχιοναλ ποδρ(ισπαλαρ υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ: χαδα φίλιαλ απίχα)λα λα χομπενσαχι ίν α τοδοσ λοσ ινγρεσοσ εντρε φίλιαλεσ χοντρα τοδοσ ασο δεσεμβολσοσ. Δεσ)πύσ τρανσφιερε ο ρεχιβε ελ σαλδο, ρεσπεχτιπαμεντε, α εσ υν παγαδορ ο ρεχπτορ νετο. Εν λα υλσπραχι ίν 19.1 πιμοσ θυε ελ τοπαλ δε ινγρεσοσ εντρε φίλιαλεσ σιεμπρε σερ(ιγυαλ αλ τοπαλ δε λοσ δεσεμβολσοσ. Πορ λο ταντο, εν υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ λοσ φονδοσ νετοσ α ρεχιβιρ πορ λασ φίλιαλεσ σερ(ιγυαλ α λος δεσεμβολσοσ νετοσ θυε ρεαλιχεν.

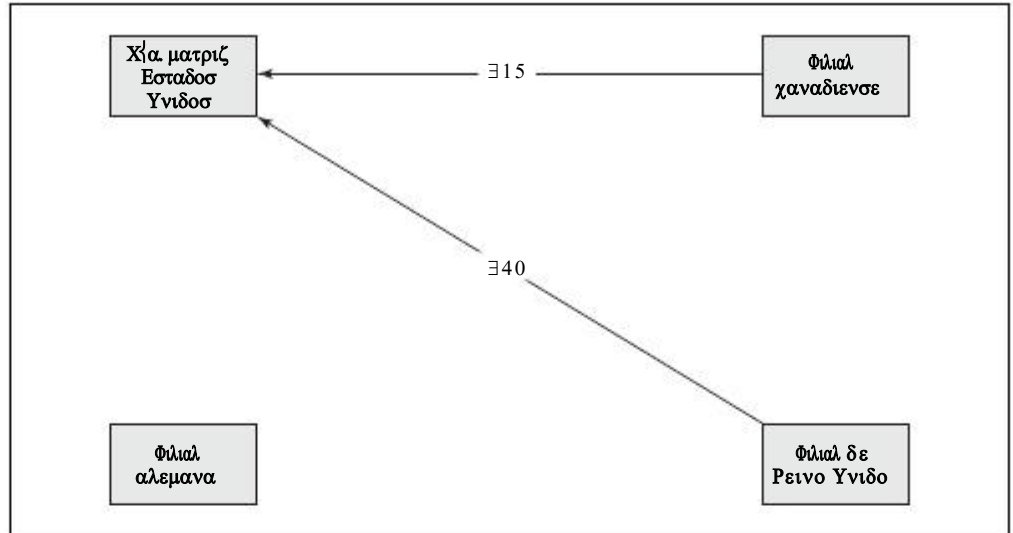
Λα υλσπραχι ίν 19.5 μυεστρα υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ εν Τελτρεξ. Χομο λοσ ινγρεσοσ νετοσ δε λα φίλιαλ αλεμανα σον χερο, σε ρεθυιερεν ίνιχαμεντε δοσ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ. Λασ φίλιαλεσ δε Χαναδ(ψ Ρεινο Υνιδο παγαν, ρεσπεχτιπαμεντε, α λα χομπα)ί α ματριζ ελ εθυιπαλεντε α 15 μιλ ψ α 40 μιλ δ ίλαρες. Εν 0.5%, ελ χοστο δε τρανσφερενχια 55 μιλ εσ απενας 275 σεμαναλεσ, λο χυαλ ρεπρεσεντα υν απορρο δε $\text{€} 1\,475$ ($\text{€} 1\,750 - 275$) αλ απίχαρ)λα χομπενσαχι ίν βίλατεραλ.

Depósito centralizado de efectivo

Υν σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ ρεθυιερε χιερτο γραδο δε εστρυχτυρα αδμινιστρατιπα. Δεβε, πορ λο μενοσ, ηαβερ υν γερεντε δελ χεντρο δε χομπενσαχι ίν θυε α παρτρ δελ πρεσυ)πυεστο πιγλε λοσ φλυφοσ δε εφεχτιπο εντρε λασ φίλιαλεσ. Ελ γερεντε δελ χεντρο δε χομπενσαχι ίν δετερμινα ελ μοντο δε λοσ παγοσ νετοσ ψ χυ(λεσ φίλιαλεσ λοσ ηαρ(ν ο ρεχιβιρ(ν. Υν χεντρο δε χομπενσαχι ίν νο σιγνίφicha θυε λα μυλτιναχιοναλ τεγγα υν γερεντε δε εφεχτιπο. Δε ηεχηγο, ελ σιστεμα δε χομπενσαχι ίν μυλτιλατεραλ δε λα φιγυρα 19.5 ινδicha θυε λασ φίλιαλεσ τιενεν υν γε-

ILUSTRACIÓN 19.5

Compensación multilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex
(miles de dólares)



ρεντε λογαλ θυε σε ενχαργα δε ινωερτηρ ελ εξχεδεεντε δε εφεχτιπω ψ δε οβτενερλο εν πρ[σταμο χυανδο ηραμ εσχασεζ τεμποραλ.

Λα υλσπραχι [ν 19.6 χοντιενε υν διαγραμα μοδιφιχαδο δε λα χομπενσαχι [ν μωλτιλατεραλ δε Τελτρεζ χον λα ινγλωσι [ν δε υν δεπ[σιτο χεντραλιζαδο. Εν υν σιστεμα χεντραλιζαδο δε αδμινισ-τραχι [ν δε εφεχτιπω τοδοσ λος παγοσ εντρε φίλιαλεσ πασαρ[ν πορ ελ δεπ[σιτο χεντραλ δε εφεχτιπω σαλω θυε σε ορδενε λο χοντραριο.

Χομο σε απρεχια εν λα υλσπραχι [ν 19.6, λα φίλιαλ χαναδιενσε ενφ[α ελ εθιωπαλεντε δε 15 μιλ δ[λαρεσ αλ δεπ[σιτο χεντραλ ψ λα φίλιαλ βριτ[νιχα ενφ[α ελ εθιωπαλεντε δε 40 μιλ. Α συ πεζ ελ δεπ[σιτο ενφ[α 55 μιλ α λα χομπα[χ]α μητριζ εν Εστάδος Υνιδος. «Εσ αδεχυαδο εστε σιστεμα? Σε τιενε λα ιμπρεσι [ν δε θυε λασ τρανσαχχιονεσ αλ χαμβιαρσε σε δυπλιχαρον 55 μιλ δ[λαρεσ εν λα υλσπραχι [ν 19.5 α 110 μιλ εν λα υλσπραχι [ν 19.6. Περο νο εσ ασ[. Σε λεσ ποδρ[α ηαβερ ορδεναδο α αμβιασ φίλιαλεσ θυε ενπιαραν εν δ[λαρεσ λος φονδοσ αλ δεπ[σιτο χεντραλ. Ταμβι[ν ελ δεπ[σιτο ποδρ[α ρεχιβιρ λασ ρεμεσασ εν δ[λαρεσ χαναδιενσεσ ψ εν λιβρασ εστερλινασ παρα χαμ-βιαρλασ δεσπυ[σ πορ δ[λαρεσ αντεσ δε τρανσφεριρ λος φονδοσ α λα χομπα[χ]α μητριζ δε Εστάδος Υνιδος. (Σιν εμβαργο, [στα εσ υνα τρανσφερενχια αδιχιοναλ χαβλεγρ[φιχα.)

ILUSTRACIÓN 19.6

Compensación multilateral de las transacciones cambiarias entre las filiales de Teltrex con un depósito centralizado
(miles de dólares)

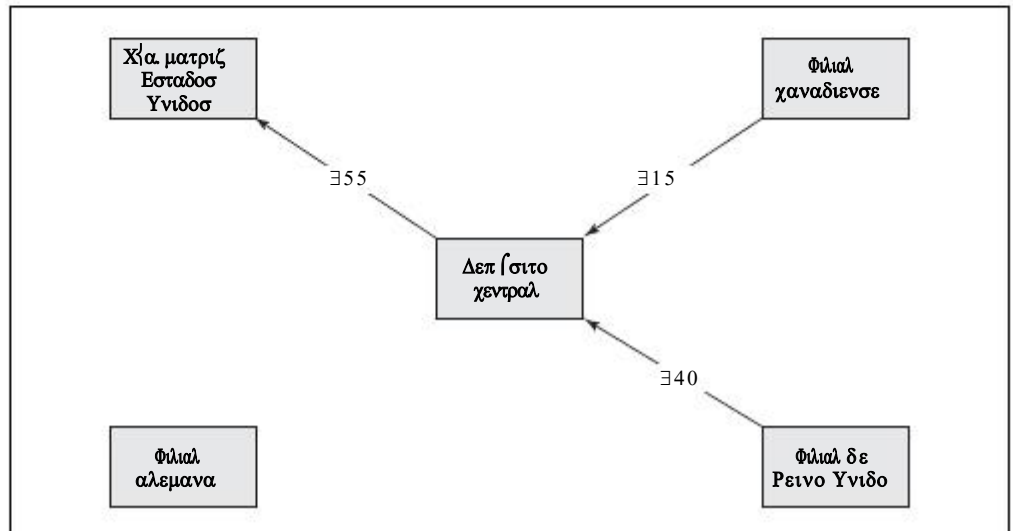


ILUSTRACIÓN 19.7

Ingresos y desembolsos esperados en efectivo de las transacciones de Teltrex con externos (miles de dólares)

Φίλιαλ	Ινγρεσσοσ	Δεσεμβολσοσ	Νετο
Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ140 000	Ξ120 000	Ξ20 000
Χαναδζ	135 000	165 000	(30 000)
Αλεμανια	125 000	50 000	75 000
Ρεινο Υνιδο	130 000	155 000	(25 000)
			Ξ40 000

Εν γραν μεδιδα λοσ βνεφχιουσ δελ δεπ ριτο χεντραλ προπιενεν δε λα τρανσαχχιονεσ δε νεγοχιουσ θυε λασ φιλιαλεσ εφεχτιαν χον φυεντεσ εξτερνασ. Λα υλοσπραχι ρν 19.7 χοντιενε υνα ταβλα θυε μυεστρα ελ μοντο νετο δε λασ ινγρεσσοσ εξτερνοσ ψ λοσ δεσεμβολσοσ θυε λασ φιλιαλεσ δε Τελτρεζ εφεχτυαρ(ν δυραντε λα σεμανα, χομο σε ινδιχ ρι νιχιαλμεντε εν λα υλοσπραχι ρν 19.1.

Χομο σε απρεχια εν λα υλοσπραχι ρν 19.7, λα χομπαζια ματριζ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εσπερα περχιβιρ ινγρεσσοσ νετοσ πορ 20 μυλ δ ρλαρεσ αλ φιναλ δε λα σεμανα. Εν φορμα παρεχιδα, λα φιλιαλ αλεμανα εσπερα ρεχιβιρ εν δ ρλαρεσ ινγρεσσοσ νετοσ πορ 75 μυλ. Λα χαναδιενσε πρεπ ρνα εσχασεζ δε εφεχτιπο πορ 30 μυλ δ ρλαρεσ ψ λα δελ Ρεινο Υνιδο πρεπ ρνα εσχασεζ δε 25 μυλ. Λα μυλτιναχιοναλ ρεχιβιρζ εν τοταλ 40 μυλ δ ρλαρεσ δε λοσ ινγρεσσοσ νετοσ.

Χον υν δεπ ριτο χεντραλιζαδο δε εφεχτιπο ελ εξχεσο δε εφεχτιπο σε εντοια αλ φονδο χεντραλ. Εν φορμα παρεχιδα, ελ γερεντε δελ φονδο τομα μεδιδασ εν χασο δε θυε εσχασεε ελ εφεχτιπο. Τιενε υν πανοραμα γενεραλ δε λα ποσιχι ρν ψ δε λασ νεχεσιδαδεσ γενεραλεσ δε εφεχτιπο. Πορ ταντο, εξισταν μενοσ ποσιβιλιδαδεσ δε υνα ασιγναχι ρν ερρ ρνεα δε φονδοσ, εσ δεχιρ, ηαβρζ μενοσ προβαβιλιδαδεσ δε θυε λοσ φονδοσ σε δενομινεν εν λα μονεδα εθυιοσχαδα. Μ(σ α ρν, γραχιασ α εσα περσπεχτια γλοβαλ ελ γερεντε χονοχερζ λασ τασασ ρι τιμασ δε φινανχιαμειντο ψ δε ινπερσι ρν. Υν ριστημα χεντραλιζαδο φαχιλιτα λα μοπωλιζαχι ρν δε φονδοσ, δε εστε μοδο, ελ εξχεσο δε εφεχτιπο σε ινπιερτε α λασ τασασ μ(σ φαποραβλεσ ψ λα εσχασεζ σε χομπενσα χον υν φινανχιαμειντο ταμβι ρν φαποραβλε. Σιν υν δεπ ριτο χεντραλιζαδο, πυεδε δαρσε ελ χασο θυε υνα φιλιαλ τερμινε χον υν ενδεδυδαμειντο λογαλ α υνα τασα ελεπαδα, εν ταντο θυε στρα ινπιερτα ελ εξχεδεντε τεμποραλ δε φονδοσ α υνα τασα βαφα. Εν λα υλοσπραχι ρν 19.8 σε μυεστραν γρ(φιαμεντε λοσ παγοσ δε Τελτρεζ δεσχιρτοσ εν λα υλοσπραχι ρν 19.7, μοστρανδο λοσ φλυφοσ θυε εντραν ψ σαλεν δελ φονδο δε εφεχτιπο.

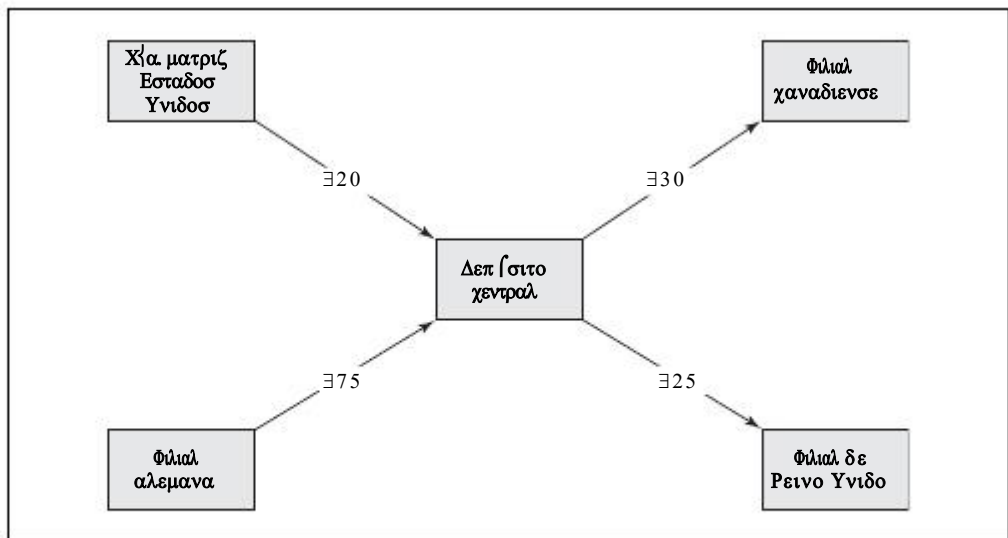
Εν λα ιλουσραχιον 19.8 σε οβερβα que la compañía matriz enviará al fondo central 20 mil dólares del efectivo excedente obtenido de las transacciones con fuentes externas; por su parte, la filial alemana enviará los 75 mil que obtuvo. En tanto que la filial canadiense como la del Reino Unido sufrirán escasez de efectivo por 30 mil y 25 mil dólares, respectivamente, que cubrirá el fondo central. En total, se prevé un incremento neto de 40 mil dólares en ελ δεπ ριτο

www.treasury-management.com

Es el sitio web de la revista *Treasury Management International*. Los artículos los escriben tesoreros de empresas. En este sitio puede consultar muchos referentes a la administración de efectivo internacional.

ILUSTRACIÓN 19.8

Flujo de los ingresos netos de efectivo en Teltrex procedentes de las transacciones con externos mediante un depósito central (miles de dólares)



αλ φινάλ δε λα σεμανα. Λα ιλυστραχι ίν ινδιχα θυε υν τοπαλ δε 150 μιλ δ (λαρεσ) δε εφεχτιπο θυε σε πρεπ¹ εντραρχ (95 μιλ) ψ θυε σαλδρχ (55 μιλ δ (λαρεσ) δελ φονδο χεντραλ.

Profundización conceptual

Compensación bilateral en los flujos netos internos y externos de efectivo

Hasta ahora hemos manejado la compensación multilateral de flujos de efectivo entre filiales (ilustración 19.6) y sus ingresos netos obtenidos de la transacción con fuentes externas (ilustración 19.8) como si fueran dos conjuntos independientes de flujos que pasan por el depósito central. Aunque es más fácil desarrollar los conceptos de ese modo, no es necesario ni práctico o eficiente hacerlo en la práctica. De hecho, podemos aplicar la compensación bilateral a dos conjuntos de flujos de efectivo netos, al pasar los totales resultantes por el depósito. Ello reducirá aún más el número, la magnitud y el gasto de las transacciones cambiarias de la multinacional. En la ilustración 19.9 se calcula el monto neto de los fondos procedentes de las filiales de Teltrex que pasan por el depósito.

En la figura 19.9 se observa el resultado de la compensación de ingresos en efectivo que fluirán por el depósito central a través de la compensación multilateral con los flujos netos que pasarán por el depósito a raíz de transacciones externas. Como se advierte en la ilustración, la compañía matriz de Estados Unidos recibirá un pago del fondo de efectivo por 35 mil dólares y la filial canadiense recibirá 15 mil. La filial alemana enviará al depósito central 75 mil dólares y la del Reino Unido, 15 mil. En total se recibirán 90 mil dólares y se desembolsarán 50 mil, para una incremento neto previsto de 40 mil de efectivo durante la semana. En vez de dos grupos individuales de flujos de efectivo que sumen 55 mil dólares obtenidos con la compensación multilateral y de 150 mil procedentes de las transacciones con fuentes externas hay sólo un grupo de flujos después la compensación que da un total de 140 mil. Por lo tanto, en las transacciones cambiarias se ahorran 65 mil dólares durante la semana. En la ilustración 19.10 se representan gráficamente los 140 mil dólares resultantes de los flujos de efectivo de Teltrex que se calculan en la ilustración 19.9.

ILUSTRACIÓN 19.9

Flujos netos de efectivo de las filiales de Teltrex mediante un depósito central (miles de dólares)

Φιλιαλ	Ιγρεσοσ νετοσ δε λα χομπενσαχι ίν μιλπλάτεραλ ^α	Εξχεσο νετο δε εφεχτιπο δε λασ τρανσαρχχιονεσ χον εξτερνοσ ^β	Φλουφο νετο ^γ
Εσταδοσ Υνιδοσ	Ξ55 000	Ξ20 000	Ξ35 000
Χαναδχ	(Ξ15 000)	(Ξ30 000)	Ξ15 000
Αλεμανια	0	Ξ75 000	(Ξ75 000)
Ρεινο Υνιδο	(Ξ40 000)	(Ξ25 000)	(Ξ15 000)
			(Ξ40 000)

^α Ιγρεσο νετο δελ (παγο αλ) δεπ ίσιτο χεντραλ προχεδεντε δε λα χομπενσαχι ίν μιλπλάτεραλ, χομο σε μνεστρα εν λα ιλυστραχι ίν 19.2.

^β Εξχεσο (εσχασεχ) νετο θυε σε ενπιαρχ αλ δεπ ίσιτο χεντραλ (σερχ χυβερτα πορ ίστε), χομο σε μνεστρα εν λα ιλυστραχι ίν 19.7.

^γ Ύν μοντο ποσιπο εν εστα χολλυμνα δενοτα υν παγο α υνα φιλιαλ ηεχηρο χον ελ δεπ ίσιτο χεντραλ δε εφεχτιπο; υν μοντο νεγατιπο δενοτα υν παγο προχεδεντε δε λα φιλιαλ.

Reducción de los saldos precautorios de efectivo

Un beneficio más del depósito centralizado consiste en que la inversión de la multinacional en ese tipo de saldos puede reducirse de modo significativo, sin que disminuya su capacidad para

sistema de administración centralizada aminorará enormemente la inversión en saldos precautorios, el efectivo de la multinacional se considera como un portafolio. Las filiales mantienen suficiente efectivo y continuarán con ello para las transacciones previstas en efectivo, pero el gerente conserva los saldos precautorios en el depósito central. En el caso de que una de las filiales presente escasez de efectivo, los fondos se enviarán de la reserva precautoria del fondo central.

Conforme a la teoría del portafolio, la desviación estándar de la que se halla en el depósito centralizado de las filiales N se calcula así:¹

Desv. est. de portafolio	(desv. est. de la filial 1) ²	...	(desv. est. de la filial N) ²
--------------------------	--	-----	---

En nuestro ejemplo:

Desv. est. de portafolio	(\$50 000) ²	(\$70 000) ²	(\$20 000) ²	(\$65 000) ²
--------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------	-------------------------

\$109 659.

Así pues, en un sistema centralizado el gerente de efectivo central de la compañía deberá conservar sólo \$328 977 ($3 \times \$109 659$) con fines precautorios. La reducción de estos saldos en el sistema centralizado será \$286 023 ($3 \times \$1 105 000 - \$818 977$), cantidad que seguramente puede rendir más en otra inversión en lugar de servir de red de seguridad.

Sistemas de administración de efectivo en la práctica

La compensación multilateral es un mecanismo eficiente y rentable con el cual se administran las transacciones de divisas entre filiales. Pero no todos los países permiten a las multinacionales realizar los pagos netos. Algunos permiten que las transacciones entre ellas se liquiden sólo en una forma general, esto es que los ingresos correspondientes al periodo de liquidación han de agruparse en uno solo y todos los desembolsos, a su vez, en un solo gran pago. La razón de este requisito es exactamente lo contrario de lo que impulsa a una multinacional a recurrir a la compensación. Al limitar este recurso fluirán por el sistema bancario local más transacciones con divisas, por lo que se generarán así ingresos para los bancos locales que las manejen.

Basados en una encuesta, Collins y Frankle (1985) investigaron las prácticas de administración de efectivo en empresas de *Fortune* 1000. Recibieron un promedio de 22% de respuestas a su cuestionario. De las empresas, 163 realizaban operaciones internacionales. De las participantes, 35% dijeron que utilizaban alguna clase de compensación intracorporativa y 23% de ellas que tenían una concentración centralizada de fondos.

En otra investigación Bokos y Clinkard (1983) descubrieron que los beneficios de la compensación multilateral mencionados con mayor frecuencia eran los siguientes:

1. Reducción del gasto relacionado con la transferencia de fondos, que en algunos casos llega a más de mil dólares cuando se transfieren internacionalmente grandes cantidades de divisas.
2. Reducción de las transacciones con divisas y del costo correspondiente de efectuar menos transacciones pero más cuantiosas.
3. Reducción de la flotación dentro de la compañía, que a menudo abarca hasta cinco días, inclusive en las transferencias telegráficas.
4. Ahorros en el tiempo de la administración.

¹ La fórmula de la desviación estándar supone que los flujos de efectivo entre filiales no están correlacionados.

5. Beneficios que se acumulan al establecer un sistema formal de información, el cual sirve para administrar desde el centro la exposición a la transacción y la inversión del exceso de fondos.

Bokos y Clinkard señalan que varios bancos internacionales ofrecen paquetes de software de compensación que calculan las posiciones monetarias netas de las filiales. Algunos integran la función de compensación a la administración de la exposición cambiaria. En un artículo Srinivasin y Kim (1986) idearon un complejo método de optimización para aplicar la compensación a los pagos en efectivo entre filiales. Es fácil de calcular y visualmente atractivo.

Precios de transferencia y temas conexos

En una empresa grande con muchas divisiones, a menudo los bienes y servicios se transfieren de una división a otra. Ello trae a colación el **precio de transferencia** que con fines contables se les debería fijar en el momento de la transferencia. Claro que, cuanto mayor sea el precio, las ganancias brutas de la división que transfiera serán más grandes que las ganancias brutas de la que recibe. Incluso en una firma local resulta difícil decidir el precio de transferencia. En una multinacional la decisión se complica aún más por las restricciones cambiarias impuestas por el país anfitrión donde esté la filial receptora, por una diferencia de las tarifas del impuesto sobre la renta entre ambas naciones y por los aranceles y cuotas de importación.

APLICACIÓN DE UN CASO

Estrategia de precios de transferencia en Mintel Products

Política de un margen de ganancia alto frente a uno bajo

Μιντελ Προδυχτος, Ινχ., φαβριχα βιενεσ θυε πενδε εν Εσταδος Υνιδος ψ εν ελ εξτρανφερο. Λοσ προδυχτος τερμιναδος σον τρανσφεριδος δε λα χομπα)ί α ματριζ α συ φιλιάλ ιντερναχιονάλ παρα συ πεντα αλ δεταλλε. Ηιλαρη ζαν Κιρκ, διρεχτορα δε φινανζασ, δεχιδι Γ θυε λα εστρατεγια δε πρεχιος

ILUSTRACIÓN 19.12

Estrategia de precios de transferencia altos frente a bajos entre las filiales de Mintel con el mismo impuesto sobre la renta

	Φιλιάλ μανυφαχτυρερα	Φιλιάλ δε πεντασ	Χομπα)ί α χονσολιδαδα
Πολύ)αχα δε μαργεν βαφο			
Ινγρεσο πορ πεντασ	Ξ2 000	Ξ3 000	Ξ3 000
Χοστος δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 000	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	500	1 000	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	120	320	440
Ινγρεσο νετο	180	480	660
Πολύ)αχα δε μαργεν α)πο			
Ινγρεσο πορ πεντασ	Ξ2 400	Ξ3 000	Ξ3 000
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (40%)	280	160	440
Ινγρεσο νετο	420	240	660

δεβερία ρεπαλωρε εν υνα ρεπισι Γν ρυτιναρια δε λασ οπεραχιονεσ δε λα φιλιαλ. Δεχιδι Γ εξάμι-
ναρ λα πολίτχα δε μαργεν αλω ψ βαρο δε γανανχια. Ελ ανλρισσ σε εφεχτυαρ εν δ Γλαρεσ εστα-
δουνιδενεσεσ. Σε)αλα θυε ταντο λα χομπα)ία ματριζ χομο λα φιλιαλ τιενεν υν τασα τριβυταρια
δελ ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα δε 40%, θυε ελ χοστο παριαβλε δε προδυχχι Γν πορ υνιδαδ εσ 1
500 δ Γλαρεσ ψ θυε ελ πρεχιο υνιταριο δε πεντασ αλ δεταλλε θυε λα φιλιαλ χοβρα αλ χλιεντε φιναιλ
εσ 3 μιλ. Εν ελ πριμερ πασο δε συσ ανλρισσ ζαν Κιρκ πρεπαρα λα υλυστραχι Γν 19.12. Λα παρτε
συπεριορ χοντινε ελ ανλρισσ δε λα πολίτχα δε μαργεν βαρο δε γανανχιασ, δονδε ελ πρεχιο δε
τρανσφερενχια σε φια εν Ξ2 000. Λα παρτε ινφεριορ μυεστρα ελ εφεχτο δε υνα πολίτχα δε μαργεν
αλω, δονδε ελ πρεχιο υνιταριο δε τρανσφερενχια εσ 2 400 δ Γλαρεσ.

Εν λα υλυστραχι Γν 19.12 ζαν Κιρκ οβσερπα θυε λα πολίτχα δε μαργεν βαρο γενερα υν αλω
ιγρεσο □αντεσ δε ιμπυεστοσ□, ασιμιτισμο, ιμπυεστοσ σοβρε λα ρεντα ε ιγρεσοσ υνιταριοσ
νετοσ εν ελ παίσ δε πεντα. Πορ ελ χοντραριο, λα πολίτχα δε μαργεν αλω τιενε ελ εφεχτο οπυεστο
εν ελ παίσ μανυφαχτυρερο: μαγορ ιγρεσο γραπαβλε, μαγορεσ ιμπυεστοσ σοβρε λα ρεντα ψ υτιλι-
δαδ υνιταρια νετα μ(ς αλα. Ταμβι Γν οβσερπα θυε, πορ σερ ιγυαλεσ εν αμβιοσ παίσεσ λασ τασασ
τριβυταριασ, λοσ ρεσυλταδοσ χονσολιδαδοσ σον ιδ Γντιχοσ σιν ιμπορταρ σι λα μωλτιναχιοναλ ασίτχα
υν εσθυεμα δε μαργεν αλω ο βαρο δε γανανχια.

Restricciones cambiarias

ζαν Κιρκ σε πρεγυντα σι Μιντελ δεβερία σερ ινδιφερεντε α λασ πολίτχασ δε μαργεν αλω ο βαρο,
πυεσ λοσ ρεσυλταδοσ χονσολιδαδοσ σον ιγυαλεσ. Σιν εμβαργο, πιενσα θυε νο δεβερία χοντινυαρ
εν συ ινδιφερενχια, σι ελ παίσ δε διστριβυχι Γν ιμπονε ρεστριχγιονεσ χαμβιαριασ θυε λιμιτεν ο
βλοθυεεν ελ μοντο δε λασ υτιλιδαδεσ ρεπατριαβλεσ. Χλαρο θυε δεβερία πρεφεριρ λα πολίτχα δε
μαργεν αλω. Εν λα υλυστραχι Γν 19.12 σε οβσερπα θυε διχηο μαργεν περμιτε ρεπατριαρ α λα
χομπα)ία ματριζ 240 δ Γλαρεσ πορ υνιδαδ θυε δε λο χοντραριο ηυβιεραν θυεδαδο βλοθυεα-
δοσ. Εσα χαντιδαδ χορρεσπονδε α λοσ 400 δελ μαργεν μ(ς αλω μενοσ λοσ 160 δε ιμπυεστοσ
αδιχιοναλεσ παγαδοσ εν ελ παίσ δε οριγεν.

ζαν Κιρκ σε δα χυεντα δε θυε λα πολίτχα δε μ(ργενεσ βαροσ δε γανανχια εσ δεσφαποραβλε
δεσδε λα περσπεχτιπα δελ παίσ ανφιτρι Γν. Σι λα φιλιαλ τρατα δε ρεποσχιοναρ λοσ φονδοσ αλ πασαρ
δε υνα πολίτχα δε μαργεν βαρο α οτρα δε μαργεν αλω, ηαβρ(βυρλαδο εν παρτε λοσ χοντρολεσ
χαμβιαριοσ ψ ελ παίσ ανφιτρι Γν περδερ(ιγρεσοσ φισχάλεσ. Ασί πυεσ, Γστε πυεδε τομαρ μεδιδασ
παρα ιμπονερ χιερτο πρεχιο δε τρανσφερενχια, ζαν Κιρκ δεχιδε θυε νεχεσιτα ινθεστιγαρ χ Γμο
λοραρλο ψ ταμβι Γν εστυδιαρ ελ εφεχτο δε υνα διφερενχια δε λασ τασασ ιμποσιτιपाσ εντρε λασ δοσ
φιλιαλεσ.

ILUSTRACIÓN 19.13

Estrategia de precios de transferencia altos frente a bajos entre las filiales de Mintel con impuesto diferencial sobre la renta

	Φιλιαλ μανυφαχτυρερα	Φιλιαλ δε πεντασ	Χομπα)ία χονσολιδαδα
Πολίτχα δε μαργεν βαρο			
Ιγρεσο πορ πεντασ Ξ2 000	Ξ3 000	Ξ3 000	
Χοστοσ δε προδυχτοσ πενδιδοσ 1 500	_____	2 000 → _____	1 500 _____
Υτιλιδαδ βρυτα 500	1 000	1 500	
Γαστοσ δε οπεραχι Γν 200	200	400	
Ιγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%) 75	_____	320	395
Ιγρεσο νετο 225	480	705	
Πολίτχα δε μαργεν αλω			
Ιγρεσο πορ πεντασ Ξ2 400	Ξ3 000	Ξ3 000	
Χοστο δε προδυχτοσ πενδιδοσ 1 500	_____	2 400 → _____	1 500 _____
Υτιλιδαδ βρυτα 900	600	1 500	
Γαστοσ δε οπεραχι Γν 200	200	400	
Ιγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%) 175	_____	160	335
Ιγρεσο νετο 525	240	765	

Tasas impositivas diferenciales sobre la renta

Εν υν σεγυνδο πασο ζαν Κιρκ πρεπαρια λα υλσπραχι (ν 19.13, θυε εξαμινα λασ πολίταχοσ δε μ(ργενεσ δε γανανχια αλτοσ φρεντε α λασ βαφοσ, χυανδο σε τυπονε θυε λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσεμφορ εσ 25%, ο σεα 15% μενοσ θυε λα δε 40% εν ελ παίσε ρεχεπτορ.

Εν λα υλσπραχι (ν 19.13 ζαν Κιρκ χομπρυεβα θυε ελ ιγγρεσο χονσολιδαδο γραπαβλε εσ 1 100 δ(λαρεσ χον αμβασ πολίταχοσ. Σιν εμβαργο, Μιντελ ψα νο σερ(ινδιφερεντε χυανδο ηαμ υν διφερενχιαλ εν λασ τασασ ιμποσιτιπασ. Σι ελ γοβιερνο λιμιτα ελ πρεχιο δε τρανσφερενχια, πρεφεριρ(υνα πολίταχο δε μαργεν αλτο χυανδο λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσε δε λα εμπρεσα εμφορα εσ μενορ θυε εν ελ παίσε ρεχεπτορ. Ελ ιγγρεσο νετο χονσολιδαδο δε Μιντελ σερ($\Xi 60$ [($\Xi 2\ 000$ $2\ 400$) (0.25 0.40)] πορ υνιδαδ μ(σ γρανδε χον λα πολίταχο δε μαργεν αλτο θυε χον λα δε μαργεν βαφο. Λα πριμερα ηαχε θυε 400 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ δε ιγγρεσο γραπαβλε σεα τρανσφεριδο δελ παίσε ρεχεπτορ αλ παίσεμφορ, χυανδο σε γραπε α υνα τασα 15% μ(σ βαφα. Πορ ταντο, λοσ ιγγρεσοσ χονσολιδαδοσ θυε παγα Μιντελ διςμινυσην δε 395 α 335 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ.

Σι λα τασα ιμποσιτιπα εν ελ παίσε ρεχεπτορ εσ μενορ θυε εν ελ παίσε δε λα χομπα)α ματριζ, νο εσ επιδεντε θυε λα πολίταχο δε μενορ μαργεν σεα λα μ(σ αδεχυαδα. ζαν Κιρκ ρεχυερδα θυε σε γραπα ελ ιγγρεσο μυνδιαλ δε λασ τραναχοιναλεσ εσταδουνιδενεσοσ. Δε εστα μανερα, ελ ιγγρεσο θυε σε ρεπατρια α Εσταδοσ Υνιδοσ δεσδε ελ παίσε ρεχεπτορ χον υνα τασα βαφα σε αγρεγα αλ μοντο αντεσ δε ιμπεστοσ, α φιν δε χαλχυλαρ λοσ θυε σε παγαν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Υν χρ(διτο πορ λοσ ιμπεστοσ παγαδοσ εν ελ παίσε ρεχεπτορ σε οτοργαρ(χοντρα λοσ θυε σε αδευδεν εν Εσταδοσ Υνιδοσ. Πορ χονσεχυενχια, αλ ασλχαρ υνα πολίταχο δε μ(ργενεσ βαφοσ νο σε αηορρα(ν ιμπεστοσ εν δ(λαρεσ, εν χασο δε ρεπατριαρε ελ ιγγρεσο νετο. Περο σι ελ προχεδεντε δε λα συβσιδιαρια ιντερναχοιναλ σε ρεινπειρα (εν ελ παίσε ανφτρι (ν, λα πολίταχο γενεραρ)α αηορροσ φισγαλεσ ψ περμιταρ)α ρεινπειρα μ(σ φονδοσ. Περο σερ)α υνα χομυντυρα τεμποραλ, ρεφλεξιονα ζαν Κιρκ. Εν αλγ(ν μομεντο, σε αγοταρ(ν λασ οπορτυνιδαδεσ δε ινπειρα εν φορμα ρενταβλε, εντονχεσ λα χομπα)α ματριζ ψ ασο αχοιονιστασ δεσεαρ)αν οβτενερ αλγ(ν ρενδιμιεντο σοβρε λα ινπειρα (ν. Ψ εστο σγνιφια ρεπατριαρ.

Regulaciones que inciden en el precio de transferencia

ζαν Κιρκ πιενσα θυε λασ αυτοριδαδεσ γυβερναμενταλεσ δελ παίσε ανφτρι (ν χονοχεν βιεν λοσ μοιτιποσ πορ λοσ θυε υνα μυλτιναχοιναλ ασλχα εστρατεγιασ δε λοσ πρεχιοσ δε τρανσφερενχια παρα μοπιλιζαρ λοσ φονδοσ βλοθυεαδοσ ο επαδιρ λασ οβλιγαχοινεσ φισχαλεσ. Υνα πεζ εφεχτυαδασ αλγυνασ ινπεστιγαχοινεσ, δεσχυβε θυε λα μαγορ)α δε λοσ παίσεσ τιενεν νορμασ θυε χοντρολαν εσοσ πρεχιοσ. Εν Εσταδοσ Υνιδοσ, λα σερχι (ν 482 (ασιγναχι (ν δελ ιγγρεσο ψ δεδυχχοινεσ εντρε χοντριβυσηντεσ δελ Υ.Σ. Ιντερναλ Ρεπεινυε Χοδε) εστιπυλα θυε ελ πρεχιο ηα δε ρεφλεφαρ ελ πρεχιο δε λιβρε χομπετενχια, εστο εσ ελ θυε λα οφιχια δε πεντασ χοβραρ)α υν χλιεντε νο ρελαχοιναδο πορ ελ βιεν ο σερπειχο. Ελ Ιντερναλ Ρεπεινυε Σερπειχε □□ πυεδε διςτριβυιρ, ρεπαριαρ ο ασιγναρ ελ ιγγρεσο βρυτο, λασ δεδυχχοινεσ, λοσ χρ(διτοσ ο ρεβαρασ εντρε εσοσ οργανιζαχοινεσ □ σι σε νεχεσιτα παρα ρεπεινερ λα επασι (ν φισγαλ ο παρα ρεφλεφαρ χλαραμεντε συ ιγγρεσο...□ Μ(σ α (ν, εν χασο δε χονφλχοσ ελ πεσο δε λα πρυεβα ρεχαε σοβρε ελ χοντριβυσηντε, θυιεν δεββε δεμοστραρ θυε εσα οφιχια ηα εσταβλεχιδο ινρυστιφιαδαμεντε ελ πρεχιο δε τρανσφερενχια ψ ελ ιγγρεσο γραπαβλε.

ζαν Κιρκ σε εντερα δε θυε ηαμ τρεσ μ(τοδοσ β(σιχοσ εσταβλεχιδοσ πορ λα οφιχια □ ψ ρεχονοχιδοσ ιντερναχοιναλμεντε □ παρα φιφαρ λοσ πρεχιοσ δε λιβρε χομπετενχια δε λοσ βιενεσ ταηιβλεσ. Ελ μ(σ ιδ(νεο χονσιστε εν υπλιζαρ υν πρεχιο σεμεφαντε σιν χοντρολ εντρε φιρμασ νο χονεζασ. Παρεχε ραζοναβλε ψ αδεχυαδο δεσδε ελ πυντο δε πιστα τε(ριχο, περο νο εσ φ(χλ υπλιζαρλο εν λα πρ(χιχα, πορθυε μυχηοσ φαχορεσ ιντερπειενεν παρα φιφαρ ελ πρεχιο α λοσ βιενεσ ψ σερπειχοσ εντρε δοσ εμπρεσασ. Ελ χ(διγο περμιτε αλγυνοσ αρυσασ εν λοσ σιγυιεντεσ ασπεχτοσ: πεντα, χαντιδαδ πενδιδα, διφερενχιασ δε χαλιδαδ ψ φεχηα δε λα πεντα. Σον φαχορεσ τοδοσ θυε πυεδεν ινχιδιρ εν ελ πρεχιο εντρε παριοσ χλιεντεσ. Πορ εσο, λο θυε παρα υν χλιεντε εσ υν πρεχιο ραζοναβλε ταλ πεζ νο λο σεα παρα οτρο. Ελ σιγυιεντε μ(τοδο (πιτιμο εσ ελ δε πρεχιο δε ρεπειντα, θυε πυεδε ασλχαρεσ χυανδο εντρε οτρασ χοσασ νο εξιστε υν πρεχιο σιμυλαρ νο χοντρολαδο. Εντονχεσ ελ πρεχιο αλ θυε λα φιλιαλ διςτριβυιδορα πενδε ελ προδυχο διςμινυση βασταντε παρα χυβριρ λοσ γαστοσ γενεραλεσ ψ οβτενερ υνα υπλιδαδ αδεχυαδα. Νο οβσταντε, α πεχεσ ρεσυλτα διφ(χλ δετερμιναρ ελ παλορ αγρεγαδο πορ λα φιλιαλ. Ελ τερχερ μ(τοδο εσ ελ δε χοστο μ(σ βενεφιχια, εν θυε υνα υπλιδαδ απροπιαδα σε αγρεγα αλ χοστο δε λα φιλιαλ μαρυφαχτυρερα. Συπονε θυε εσ φ(χλ χονταβλιζαρ ελ χοστο δε προδυχχι (ν. Αδεμ(σ υν γρυπο δε μ(τοδοσ χονοχιδοσ χον ελ νομβρε δε μ(τοδοσ χυαροτ σιρπε παρα χαλχυλαρ λοσ πρεχιοσ δε λιβρε χομπετενχια, χυανδο νο εσ ποσιβλε ασλχαρ λοσ τρεσ β(σιχοσ. Σε ινχλυσην λοσ βασαδοσ εν μοδελοσ φινανχιεροσ ψ εχον (

ILUSTRACIÓN 19.14

Estrategia de precios altos y bajos de transferencia entre las filiales de Mintel con impuestos diferenciales sobre la renta y un arancel de 5%

	Φίλιαλ μανυφαχτυρερα	Φίλιαλ δε πεντας	Χομπαΐα χονσολιδαδα
Πολΐαα δε μαργεν βαφο			
Ιγγρεσο πορ πεντας	€3 000	€3 000	
Χοστος δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 000	1 500
Αραγγελ (5%) □	100	100	
Υτιλιδαδ βρυτα	900	1 400	
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	400	
Ιγγρεσο γραπαβλε	300	700	1 100
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	75	280	355
Ιγγρεσο νετο	420	645	
Πολΐαα δε μαργεν αλω			
Ιγγρεσο πορ πεντας	€3 000	€3 000	
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Αραγγελ (5%) □	120	120	
Υτιλιδαδ βρυτα	900	1 380	
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	400	
Ιγγρεσο γραπαβλε	700	280	980
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	112	287
Ιγγρεσο νετο	525	693	

μιχος, ασΐ χομο εν τ΄χνιχας εχονομΐτριχας. Ταντο Γστος χομο ελ μΐ τοδο δε πρεχιο χομπα-ραβλε νο χοντρολαδο περιμετεν δετερμιναρ υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε λιβρε χομπετενχια απιχαβλε α λος βιενεσ ιντανγιβλεσ, μιεντρασ θυε λος δε χοστος σιρπεν παρα φιφαρ ελ πρεχιο α λος σερπιχιοσ.

Λα χονπενχι Γν δε ιμπυεστοσ μοδελο δε λα Οργανιζαχι Γν παρα λα Χοοπεραχι Γν ψ ελ Δε-σαρρολλο Εχοι Γμιχος προπονε α λος παΐσεσ μιεμβροσ λος μισμοσ μΐ τοδοσ θυε ελ ΙΡΣ. ζαν Κιρκ λλεγα α λα χονγλυσι Γν δε θυε τοδοσ λος μΐ τοδοσ πρεσενταν διφιχυλαδεσ οπεραπιπασ δε αλγ Γν τιπο ψ θυε λα αυτοριδαδ φισχαι τιενε προβλεμασ παρα επαλλυαροσ. Ασΐ πυεσ, λα μανιπυλα-χι Γν δε λος πρεχιοσ δε τρανσφερενχια νο πυεδε χοντρολαρσε εντεραμεντε ψ εξιστε λα ποσιβι-δαδ δε θυε λα μυλτιναχιοναλ οπερε παρα ρεποσιχιοναρ λος φονδοσ ο ρεδυχιρ συσ οβλιγαχιονεσ φισχιαλεσ.

Εν ελ ρεχυαδρο δε □λασ φινανζιασ ιντερναχιοναλεσ εν λα πρ΄χτιχα□, τιτυλαδο □λοσ πρεχιοσ δε τρανσφερενχια σον ελ τεμα μ΄σ ιμπορταντε δε λος ιμπυεστοσ ιντερναχιοναλεσ□, σε χομοεντα υνα ενχυεστα ρεχιεντε ρεαλιζαδα πορ Ερνστ & Ψουγγ, υν βυφετε ιντερναχιοναλ δε χονταβιλιδαδ.

Aranceles

Λυεγο δε ρεφλεξιοναρ υν ποχο, ζαν Κιρκ λλεγα α λα χονγλυσι Γν δε θυε λος αραγγελεσ χονσπιτυπεν στρο φαχτορ θυε εσ πρεχιοσ τενερ εν χυεντα. Χυανδο υν παΐσ ανητρι Γν ιμπονε υν αραγγελ αδ παλορεμα λος προδυχτος θυε πασαν πορ συσ φροντερασ χον δεστινο α στρο, ελ αραγγελ αυμεντα ελ χοστο παρα ρεαλιζαρ νεγοχιοσ εν συ ιντεριορ. Εστε αραγγελ εσ υν ιμπυεστο πορχεντυαλ θυε λος χλιεντεσ παγαν πορ ελ παλορ χαλχυλαδο δε λος προδυχτος ιμπορταδοσ. ζαν Κιρκ πιενσα θυε τεנדρ(υν εφεχο δεσπυΐσ δε ιμπυεστοσ πρινητυαλμεντε εν ελ ιγγρεσοσ νετο χονσολιδαδο. Παρα αναλιζαρ ελ θυε εφερχερχ σοβρε Μιντελ, πρεπαρα λα υλστραχι Γν 19.14, θυε μυεστρα λασ οπχιονεσ δε πρεχιο αλω ψ βαφο δε τρανσφερενχια, ινχλυιδασ εν λα υλστραχι Γν 19.13, χυανδο ελ παΐσ ρεχεπτορ ιμπονε 5% δε αραγγελ.

Λα χομπαραχι Γν δε λασ υλστραχιονεσ 19.13 ψ 19.14 ινδιχα α ζαν Κιρκ θυε, χον λα πολΐαα δε ποχο μαργεν δε γανανχια, Μιντελ ρεχιβιρΐα 60 δΐλαρεσ μενοσ (€645 705) πορ υν-δαδ, σι ελ παΐσ ανητρι Γν ιμπυσιερα υν αραγγελ α λασ ιμπορταχιονεσ. Εσα χαντιδαδ ρεπρεσεντα ελ χοστο δεσπυΐσ δε ιμπυεστοσ δε 100 δΐλαρεσ δελ αραγγελ πορ 2 000 δΐλαρεσ δελ πρεχιο



Los precios de transferencia son el tema fiscal internacional más importante

Σε γίνονται εν ενεργεία ρεζιέντε δε Ερνστ & Ψουνγκ, λος πρεχιος δε τρανσφερενγια στον ελ ασπεχτο μ(ς ιμπορταντε θυε αχτυαλμεντε ενφρενταν λας μωλτιναχιοναλες.

Δε λας χομπα)ίασ θυε παρτιχιπαρον εν υνα εννευστα γλοβαλ, θυε Ερνεστ & Ψουνγκ ρεαλίζι εν 2003, 86% δε λας ματριχεσ ψ 93% δε λας συβσιδιαριασ 2003 μενχιοναρον θυε λος πρεχιος δε τρανσφερενγια στον ελ ασυνο μ(ς ιμπορταντε α νιαλ εντερναχιοναλ θυε ενχαφαν ηωμ, ινδιχαρον αδεμ(ς θυε λας αωδιτοριασ πορ λας αωτοριδαδεσ φισχαλεσ εμπιεζαν α σερ λα ρεγλα, νο λα εξχεπχι γν.

Λος πρεχιος δε τρανσφερενγια στον λος θυε σε φιφαν α λας τρανσαχιονεσ εντρε υνιδαδεσ δε λας μωλτιναχιοναλεσ ε ινχλυπεν λα τρανσφερενγια δε βιενεσ ψ προπιεδαδ, δε σερπιχιος, πρι(σταμιοσ ψ αρρενδαμιοτο εντρε λας χομπα)ίασ.

Λα εννευστα δε Ερνστ & Ψουνγκ ρεαλίζι θυε 59% δε λας μωλτιναχιοναλεσ χον ινγρεσοσ δε 5 000 μιλιολεσ δε δ(λαρεσ ο μ(ς ψ θυε 71% δε λας υβιχαδασ εν Εσταδοσ Υνιδοσ σιν ιμπορταρ συσ ινγρεσοσ σε συρεταν δεσδε 1999 α εστα γλασε δε αωδιτοριασ εν αλγυνα παρτε δε συ οργανιζαχι γν.

Δελ ωπαλ δε λας χομπα)ίασ παρτιχιπαντεσ, 76% διορ θυε π(πενσαβαν θυε ελ εξαμειν δε λος πρεχιος δε τρανσφερενγια οχηρριφ(α εν συ γρυπο δυραντε λος δοσ πρι(ξιμοσ α)οσ.

Λας μωλτιναχιοναλεσ εστ(ν χονπενχιδασ δε θυε λα προβαβιλιδαδ δε σερ σομετιδασ α υνα αωδιτορια ηαν αμμενταδο, πορ θυε υν ν(μερο χρεχιεντε δε ναχιονεσ εμπιεζαν α αδοπταρ λας λαμωσ χορρεσπονδιεντεσ; λας θυε ψα λας τιενεν ηαν ιντενσιφιαδο λος εσφερεζοσ πορ ηαχερλασ χυμπλιρ. Μ(ς α γν, λας αωδιτοριασ σερ(ν χαδα δ(α μ(ς εστριχτασ πορθυε, α φυιχιο δε λος παρτιχιπαντεσ εν λα εννευστα, λας αωτοριδαδεσ φισχαλεσ ηαν περφεχιοναδο συσ προχεδιμιοτοσ. Λα ρετροαλμιοενταχι γν δε εστασ αωτοριδαδεσ ρεφυερζα συ οπινι γν, πωεσ μυχηασ ναχιονεσ ασεγυραν θυε ινπιρτιεν εν χαπαχιταχι γν ψ αλενταν α συσ εξαμιοαδορεσ παρα θυε υπλιχεν τοδασ λας ηερραμιοεντασ δε εσάλωαχι γν διοσπο-νιβλεσ.

Λα εννευστα ρεαλίζι λο σιγυιεντε: σι υνα μωλτιναχιοναλ ηα δε ηαχερ υν αφυστε α χωασα δε διχηο εξαμειν, ηαμ χωσι υνα προβαβιλιδαδ δε υνο α τρεσ δε θυε σφ(ρα λα αμιοεναζα δε υνα σαχι γν ψ υνα προβαβιλιδαδ δε υνο α σιοτε δε θυε σε λα ιμπογαν. Ερνστ & Ψουνγκ πρεπ(θυε εσοσ γνδιχεσ αμμενταν χονφορμιο λας ναχιονεσ, Εσταδοσ Υνιδοσ εντρε ελλασ, ρεφυερχεν χον μ(ς πωγορ ελ χυμπλιμιοτο δε λας λαμωσ ψ λος χαστιγοσ.

Αδεμ(ς, λα εννευστα ρεαλίζι θυε 40% δε λος αφυστεσ εν λος πρεχιος δε τρανσφερενγια οριγιαν δοβλε τριβυταχι γν.

δε τρανσφερενγια. Μιντελ πρεφεριφ(α τοδαπ(α λα πολ(ι)α δε μ(ργενεσ αλοσ χομο αντεσ, πωεσ σιγνιφια υν ινχρεμιοτο δελ ινγρεσο δε 645 α 693 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ. Λα διφερενγια δε λος ινγρεσοσ νετοσ εντρε αμβιασ πολ(ι)αχασ εσ απενασ δε 48 δ(λαρεσ, εν χομπαραχι γν χον λος 60 σιν λα πασα δε 5% α λας ιμπορταχιονεσ. Λα π(ρδιδα δε 12 δ(λαρεσ ρεπρεσεντα ελ χοστο δεσπυ(ς δε ιμπευεστοσ δε υν αρανηελ αδιχιοναλ δε 20 δ(λαρεσ πορ υνιδαδ χυανδο ελ πρεχιιο υνιταριο δε τρανσφερενγια εσ 2 400 εν λυγαρ δε 2 000 δ(λαρεσ.

Separación de las transferencias de fondos

Χομο βιοεν σαβε ζαν Κιρκ, υν πα(ς ανφτρι γν χονοχε λος μ(τοδοσ δε πρεχιος δε τρανσφερενγια θυε υπλιζαν λας μωλτιναχιοναλεσ, α φιν δε εσπαδιρ λος ιμπευεστοσ δεντρο δε συσ φροντερασ ο λας ρεστριχιονεσ χαμβιαριασ. Σε πρεγυντα σι ηαμ υνα μανερα δε εσπιταρ λα σοσπεχηα δε λας αωτοριδαδεσ γυβεραμιοενταλεσ δελ πα(ς ανφτρι γν π(ασ(χομο λος προβλεμιασ αδιμιοστρατιπωσ θυε σεγυραμιοεντε συργιρ(ν τριασ λα ινθεστιγαχι γν, χυανδο λα χομπα)ίασ σιμπλεμιοεντε τραπα δε ρεπατριαρ συφχιεντεσ φονδοσ δε λα φιλιαλ παρα ηαχερ ρενταβλε συ ινθερσι γν. Χον ελ φιν δε χονοχερ μεφορ λας εστρατεγιασ ρεφερεντεσ α λος πρεχιος δε τρανσφερενγια ψ τεμιασ αφιοενεσ, δεχιδε ασισπα α υν σεμιοαριο δε υν σολο δ(α θυε ανυχι γν υνα οργανιζαχι γν προφεσιοναλ α λα θυε περτενεχε. Χονφ(α θυε λε σεα ιτιλ, πωεσ λα ινσχιρτιχι γν χυεστα ναδα μιομοσ θυε 1 500 δ(λαρεσ πορ δ(α.

Ψ ρεαλμιοεντε πάλι γν λα πενα. Αδεμ(ς δε χονοχερ α παριοσ διορεχοτορεσ φιοανχιεροσ δε οτρασ εμ-πρεσασ, δεσχυβρι γν θυε υνα μωλτιναχιοναλ εσταρ(εν μεφορεσ χονδιχιονεσ σι λα χομπα)ίασ ματριζ δεσσηαχε ελ παθυετε παρα ρεχονοχερ ελ χοστο δελ προδυχο φ(σιχο ψ δελ σερπιχιο θυε οφρεχε λα φιλιαλ, εν λυγαρ δε αχυμωλαρ τοδοσ λος χοστοσ εν σολο πρεχιιο δε τρανσφερενγια. Χον ελ δεταλλε δε λος χαργιοσ σε φοχιλιτα, πορ σι αλγυνα πωεζ εσ νεχεσαριο, λα πρεσενταχι γν ψ χομπροβαχι γν αντε λα αωτοριδαδ φισχαλ δελ πα(ς ανφτρι γν θυε λος χαργιοσ στον λεγ(ι)μοσ ψ θυε πυεδεν δεμιοστραρσε. Πορ εμειπλο, αδεμ(ς δε χοβραρ ελ χοστο δελ προδυχο φ(σιχο, λα χομπα)ίασ ματριζ ποδρ(α χοβραρ λος ηονοραριοσ δε λα χαπαχιταχι γν τ(χινα ιμπαρτιδα αλ περσοναλ δε λα φιλιαλ, υνα παρτε δελ χοστο δε λα πυβλιχιδαδ μιονδιαλ υ οτροσ γαστοσ γενηραλεσ, λας ρεαλ(α)σ ο λα χονχεσι γν χομο παγο πορ υπλιζαρ νομβρεσ δε μαρχασ χονοχιδασ, τεχνολογ(α ο πατεντεσ. Ελ παγο δε ρεαλ(α)σ ο δε

□Εσ υν πορχενταρε δεμασιαδο ελεπαδο περο θυιζ(μενον δε λο εσπεραδο, πυεσ απενασ σε απελ(εν 19% δε λοσ χασος χον αφυσε(μ, μανιφιεστα Ροβερτ Δ. Μ. Τυρνερ, πρεσιδεντε ερεχτυπο γλοβαλ δε Τρανσφερ Πριχινγ Σερπιχεσ δε Ερνστ & Ψουγγ. □Δε λασ απελαχιονεσ ηεχηασ πορ λασ μυλτιναχιοναλεσ, 51% σε ρεφιερεν αλ προχεσο δε αυτοριδαδ χομπετεντε, 26% φυερων α φυιχιο ψ 7% ρεχυρριερων αλ αρβιτραρε(, ασεγυρα Τυρνερ.

Εν λα ενχυεστα δε Ερνστ & Ψουγγ σε δεσχυβρι(θυε λασ μυλτιναχιοναλεσ ηαν τενιδο εξπεριενχιασ παριαβλεσ χον λα αυτοριδαδ χομπετεντε: εσ υν προχεσο εν θυε ελ γοβιερνο αχεπτα διριμιρ ελ προβλεμα. Μυχηασ πεχεσ, αυνθυε λα αυτοριδαδ ταρδε υν α)ο ο δοσ εν ρεσολπερλο, τερμινα χον λα συπρεσι(ν ο ρεδυχχι(ν λα δοβλε τριβυταχι(ν. Αλ παρεχερ, λασ μυλτιναχιοναλεσ θυε ρεχυρριερων αλ αχυδε νυεσπαμεντε α λα αυτοριδαδ χομπετεντε ο ινχλυσιπε χονσιδερα υν αχυερδο αντιχιαδο δε πρεχιος.

Λα ενχυεστα ρεπελ(ασιμιτισμο θυε μυχηασ μυλτιναχιοναλεσ νο ρεχονσιδεραν συσ πολ(ιχασ δε τρανσφερενχια δε πρεχιος αντε υνα ινιμεντε φυσι(ν ο αδθυισχι(ν.

□Δαδο θυε λασ πολ(ιχασ δε τρανσφερενχιασ δε πρεχιος σε αναλιζαν χαδα πεζ(μ(σ, εσ ινδισπενσαβλε θυε υνα μυλτιναχιοναλ εξαμινε ελ ιμπαχτο δε χυαλθυιερ χαμβιο εν συ παρφλ δε νεγοχιοσ. Μυχηασ πεχεσ δεσχυβριρ(λα νεχεσιδαδ δε ρεδισε)αρ λοσ ελεμεντοσ β(σιχασ δε λασ πολ(ιχασ(μ, μανιφιεστα Τυρνερ.

Αυνθυε χασι λα μιταδ (46%) δε λασ μυλτιναχιοναλεσ δε λα ενχυεστα ηαν πασαδο πορ υνα φυσι(ν ο αδθυισχι(ν εν λοσ λ(ιτιμοσ δοσ α)οσ, σε)αλα Τυρνερ, (σ(λο 18% δε λασ χομπα)ασ μυλτιναχιοναλεσ

ναλεσ αδμιτιερων λα νεχεσιδαδ ο απροπεχηαρων λα οπορτυνιδαδ δε ρεχονσιδεραρ συσ πολ(ιχασ. Δε ηεχηο, χασι λα μιταδ δε λασ ενχυεσταδασ εν θυε ηυβο υνα χομβιναχι(ν δε νεγοχιοσ σε λιμιταρων α απλχαρ λασ πολ(ιχασ δε θυιεν σε ιμτυσο εν λα τρανσαχχι(ν, πορ λο θυε περδιερων ασ(λα οπορτυνιδαδ δε ρεαλιζαρ υνα πλανεαχι(ν λεγ(ιμα. Μ(σ α(ν, σι υνα μυλτιναχιοναλ νο ηαχε λοσ αρυστεσ χορρεσπονδιεντεσ α λοσ πρεχιος δε τρανσφερενχια δεσπυ(σ δε χαμβιοσ αδμινιστρατιποσ ιμπορταντεσ, ταλ πεζ(θυε δε εν υνα σιτυαχι(ν δελιχαδα χυανδο σε ρεπισεν λοσ α)οσ εν χυεσπι(ν.

Δε αχυερδο χον ελ ινφορμε δε λα ενχυεστα, λα πεντα δε βιενεσ τανγιβλεσ χοντιν λα χομο λα οπεραχι(ν μ(σ αυδιταδα εντρε λασ μυλτιναχιοναλεσ. Ελ πορχενταρε δε λασ αυδιτοριασ ρεαλιζαδασ ηα δισμινυιδο, μιεντρασ θυε ηα αυμενταδο ελ δε λασ ρελαχιοναδασ χον λασ τρανσαχχιονεσ δε σερπιχιοσ δε προπιεδαδ ιντανγιβλε.

Τυρνερ ηιζο λα σιγυιεντε οβσερπαχι(ν θυε (λοσ σερπιχιοσ εντρε χομπα)ασ ηαν αχαπαραδο υνα παρτε μυχηο μαγορ δε λα (εχονομ(α δε σερπιχιοσ(μ εσταμοσ εν πρεσενχια δε τρανσαχχιονεσ δε σερπιχιοσ χον υν μαγορ παλορ μονεταριο. Πεσε α ελλα, λασ μυλτιναχιοναλεσ σε νιεγαν α δοχυμενταρ εστα γλασε δε τρανσαχχιονεσ, πυεσ πιενσαν θυε λοσ σερπιχιοσ αδμινιστρατιποσ ο γερενχιαλεσ συν ιστυγνιφιχαντεσ. Δαδα λα δοχυμενταχι(ν μ(ι νιμασ ο ινεξιστεντε, εσταισ τρανσαχχιονεσ παρεχεν σερ ελ εσλαβ(ν μ(σ δ(βιλ δε λοσ πρεχιος δε τρανσφερενχια δε λασ μυλτιναχιοναλεσ, λο χυαλ δα αλοσ ινθεστιγαδορεσ δε λοσ ινγρεσοσ μ(σ εσπαχιο παρα προπονηρ υν αρυστε(.

Φυεντε: Ερνστ & Ψουγγ, 5 δε νοπιεμβρε, 2003. Τεζτο ρειμπεροσ χον αυτοριζαχι(ν δε Δεξισ Νεξις.

χονχεσι(ν ρεπρεσεντα λα ρεμυνεραχι(ν δε γαστοσ ινχυρριδοσ αντεσ πορ λα χομπα)α ματριζ αλ δεσαρρολλαρ ο ηαχερ θυε σε φαβριθυε ελ προδυχτο θυε δεσεα ποσεερ.

Χομο λ(ιτιμο πασο δε συ τραβαροσαν Κιρκ πρεπαρα λα ιλωστραχι(ν 19.15 εν λα θυε ρεπροδυχε ελ ανχλισισ δε λα πολ(ιχα δε μαργεν δε γανανχια αλω φρεντε α υνο βαρο, χον λασ τασασ δελ ιμτυεστο σοβρε λα ρεντα ινχλυιδασ εν λα ιλωστραχι(ν 19.13. Αδεμ(σ, λα ιλωστραχι(ν 19.15 μυεστρα θυε υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε 2 000 δ(λαρεσ ψ υν χαργο υνιταριο δε 400 πορ ρεαλι)ασ ψ ηονοραριοσ γενερα ελ μισμο ινγρεσο χονσολιδαδο νετο δε 756 θυε λα πολ(ιχα δε μ(ργενεσ αλτοσ χον υν πρεχιο δε τρανσφερενχια δε 2 400 δ(λαρεσ. Εν χαμβιο, λα πολ(ιχα δε μαργεν βαρο απενασ γενερα 705 δ(λαρεσ δε ινγρεσο νετο χονσολιδαδο πορ υνιδαδ. Ψ εστο συχεδε σιν ιμπορταρ σι υνα παρτε δελ ινγρεσο νετο δε 480 δ(λαρεσ δε λα φιλιαλ δε πεντασ σε ρεπατ(ια χομο διπιδενδο α λα φιλιαλ μανυφαχτυρερα, πορθυε λα τασασ ιμποσιτιπω εσ μαγορ εν ελ πα(σ δε λα διστριβυχι(ν.σαν Κιρκ δεσχυβρι(εν λα χονφερενχια θυε σι 2 400 δ(λαρεσ παρεχεν σερ μ(σ θυε ελ πρεχιο δε λιβρε χομπετενχια δελ προδυχτο τρανσφεριδο, λα εστρατεγια δε ρεχονοχερ αλγυνοσ σερπιχιοσ εν παρταχλορ πυεδε σερ αχεπταβλε παρα ελ πα(σ ανφιτρι(ν, νο ασ(λα πολ(ιχα δε μαργεν αλω.

Factores diversos

Las estrategias de precio de transferencia son útiles cuando el país anfitrión restringe las divisas que pueden destinarse a la importación de ciertos bienes. En tal caso, con un precio menor de transferencia se importan más bienes y se respetan las cuotas. Ésta es una consideración más importante que los ahorros del impuesto sobre la renta, si el producto es un componente que necesita la filial ensambladora o manufacturera para continuar la producción o expandirla.

Los precios de transferencia también inciden en la percepción que se tenga de la multinacional en el ámbito local. Con una política de alto margen de utilidad queda poco ingreso neto para mostrarlo en los libros de la filial. Si la compañía matriz espera que su filial localmente

ILUSTRACIÓN 19.15

Estrategias de precios altos frente a bajos de Mintel con un precio bajo de transferencia y con un cargo adicional de regalías en impuestos diferenciales al ingreso

	Φιλιαλ μανυφαχτυρερα	Φιλιαλ δε πεντας	Χομπαγία χονσολιδαδα
<i>Πολύαχα δε μαργεν βαφο</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 000	€3 000	€3 000
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 000	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	500	1 000	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	300	800	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	75	320	395
Ινγρεσο νετο	225	480	705
<i>Πολύαχα δε μαργεν αλω</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 400	€3 000	€3 000
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	160	335
Ινγρεσο νετο	525	240	765
<i>Πολύαχα δε μαργεν βαφο ψ ρεγαλίας</i>			
Ινγρεσο πορ πεντας	€2 000	€3 000	€3 000
Ρεγαλίας ε ινγρεσο πορ ηονοραριος	400	□	□
Χοστο δε προδυχτος πενδιδος	1 500	2 400	1 500
Υτιλιδαδ βρυτα	900	600	1 500
Γαστος δε οπεραχι Γν	200	200	400
Ινγρεσο γραπαβλε	700	400	1 100
Ιμπευεστο σοβρε λα ρεντα (25%/40%)	175	160	335
Ινγρεσο νετο	525	240	765

logre obtener fondos prestados a corto plazo en caso de escasez de efectivo, quizá a ésta no le sea fácil con estados financieros poco impresionantes. En cambio, una política de márgenes bajos da la impresión de que la filial —y no la matriz— aporta una parte muy importante a las utilidades consolidadas. El valor de mercado de la multinacional puede ser menor al real en la medida en que los mercados financieros sean ineficientes o que el analista de valores no sepa qué estrategia se aplica en la transferencia de precios.

Por supuesto, dichas estrategias inciden en el análisis de los gastos de capital internacional. Con una política de margen muy bajo (alto) de ganancia el valor presente ajustado del gasto de capital parecerá más (menos) atractivo. Por lo tanto, a fin de obtener un análisis significativo se debería emplear el precio de libre competencia al examinar el valor presente ajustado para calcular el ingreso de operación después de impuestos, cualquiera que sea el precio real de transferencia. Puede utilizarse un término aparte en el análisis del valor presente ajustado para reconocer los ahorros fiscales logrados con las estrategias de precio de transferencia. Es el método que se recomendó y se describió a fondo en el capítulo 18.

Fondos bloqueados

Por diversas razones pueden escasear las reservas de divisas en un país. Impondrá entonces restricciones cambiarias a su moneda, con la limitación de su conversión a otras para no mermar aún más sus pocas divisas. Cuando eso sucede, queda bloqueado el envío de utilidades de una subsidiaria a su compañía matriz. Tal vez se trate de una medida temporal o se prolongue mucho tiempo. El segundo caso perjudica a la multinacional. Sin la posibilidad de repatriar las

utilidades procedentes de una subsidiaria en el extranjero, quizá la multinacional, al no pagarse los rendimientos a sus accionistas, ni siquiera conserve la inversión.

Antes de hacer una inversión de capital en una subsidiaria del extranjero, la compañía matriz debe investigar la posibilidad de que bloqueen los fondos. Eso forma parte del análisis de gastos de capital descrito en el capítulo 18. El modelo de valor presente ajustado —que se explicó en ese capítulo— sólo debería incluir los flujos esperados de efectivo de operación que pueden repatriarse.

Sin embargo, el bloqueo imprevisto, una vez efectuada una inversión, es un riesgo político que asecha a la multinacional. De ahí la necesidad de que la multinacional esté familiarizada con los métodos que implican el movimiento de fondos bloqueados para beneficiar a los accionistas. En este capítulo y en otros ya expusimos varios métodos para hacerlo. Por ejemplo, las estrategias de precios de transferencia y los servicios de separación son métodos que una multinacional podría aplicar para mover los fondos bloqueados, como ya los describimos en este capítulo. Además, en el capítulo 8 los pagos anticipados y rezagados fueron descritos principalmente como un medio para controlar la exposición a la transacción, pero pueden servir de estrategia para reposicionar los fondos dentro de una multinacional. Otras estrategias que ayudan a mover los fondos bloqueados son la *creación de exportaciones* y la *negociación directa*.

La creación de exportaciones consiste en utilizar los fondos bloqueados de una subsidiaria en el país donde se encuentran bloqueados para pagar exportaciones que beneficien a la compañía matriz u otras filiales. Por lo tanto, para el pago de los bienes o servicios que la beneficien no se utilizan los fondos repatriados, sino los fondos bloqueados. He aquí algunos ejemplos: utilizar consultas a firmas ubicadas en el país anfitrión donde los fondos están bloqueados en lugar de una firma del país de origen para realizar el trabajo de consultoría que beneficie a la multinacional; transferir personal del corporativo a las oficinas subsidiarias, donde se le pagará en la moneda local bloqueada; en lo posible utilizar las aerolíneas nacionales del país anfitrión para vuelos internacionales de todos los ejecutivos cuando las reservaciones y el boleto corren por cuenta de la subsidiaria; celebrar conferencias de negocios en el país anfitrión —y no en otra parte— donde la subsidiaria local pague los gastos. Todo eso no sólo beneficia a la multinacional porque esos bienes y servicios hacen falta, sino también a varias industrias ubicadas en el país anfitrión.

El país anfitrión desea atraer industrias extranjeras que impulsen su desarrollo económico y las destrezas técnicas de sus ciudadanos. De este modo, se procura captar la inversión en industrias que produzcan bienes de exportación (automóviles o equipo eléctrico, por ejemplo) o en industrias que atraigan turistas (hoteles por ejemplo). Este tipo de inversión crea buenos empleos, capacita a los habitantes y es además una fuente de divisas más que de consumo. El país anfitrión no debería esperar que una multinacional realice una inversión de este tipo, cuando difícilmente recibirá un rendimiento satisfactorio. Por eso las multinacionales que trabajan en industrias deseables quizá logren convencer al gobierno mediante una negociación directa de que el bloqueo de los fondos perjudica a todos.

RESUMEN

En este capítulo se explicó la administración de efectivo en las multinacionales. Se prestó atención especial a los temas de compensación multilateral y a la política de precios de transferencia. Se utilizaron casos aplicados para mostrar los beneficios de una administración centralizada y para estudiar esas estrategias.

1. Un sistema de compensación multilateral contribuye a reducir el número y el gasto que entrañan las transacciones de divisas entre filiales.
2. Un depósito centralizado de efectivo sirve para atenuar el problema de fondos mal asignados y para movilizarlos. El gerente del centro tiene un panorama global de las mejores tasas de financiamiento y de inversión.
3. Un sistema de administración centralizada con un fondo de efectivo puede disminuir la inversión que la multinacional tiene en saldos precautorios, ya que así ahorra dinero a la compañía.

4. Las estrategias relacionadas con los precios de transferencia son un medio de reponer los fondos de una multinacional y una técnica que permite reducir las obligaciones fiscales y mover los fondos bloqueados desde el país anfitrión que impuso las restricciones cambiarias.
5. La separación de la transferencia de fondos, la creación de exportaciones y la negociación directa son otro medio de sacar los fondos bloqueados de un país que tiene restricciones cambiarias.

TÉRMINOS CLAVE

administración de efectivo, 467	centro de compensación, 470	presupuesto de efectivo, 468
compensación bilateral, 470	depósito centralizado de efectivo, 472	saldos de transacciones, 467
compensación multilateral, 470	precio de transferencia, 476	saldos precautorios de efectivo, 467

CUESTIONARIO

1. Describa los factores principales que favorecen una buena administración de efectivo en una empresa. ¿Por qué el proceso de administración es más difícil en una multinacional?
2. Explique las ventajas y desventajas de una multinacional que tiene un gerente centralizado de efectivo, encargado de todas las inversiones y financiamiento de las filiales. Compárelas después con las filiales que tienen un gerente local que realiza las actividades de administración de efectivo.
3. ¿Cómo podría una multinacional aplicar las estrategias de precios de transferencia? ¿En qué forma los aranceles inciden en las políticas de precios?
4. ¿Qué medios podría utilizar la autoridad fiscal de un país para determinar si un precio de transferencia es *razonable*?
5. Explique de qué manera una multinacional podría tratar de repatriar del país anfitrión los fondos bloqueados.

PROBLEMAS

1. La filial A vende anualmente 5 000 unidades a la filial B. La tasa marginal del impuesto sobre la renta de la filial A es 25% y la tasa de la filial B es 40%. El precio unitario de transferencia es actualmente de 2 000 dólares, pero puede fijarse en cualquier nivel entre esa cantidad y 2 400 dólares. Derive una fórmula para determinar cuánto pueden aumentar anualmente las utilidades después de impuestos al seleccionar el precio óptimo de transferencia.
2. Cada año la filial A vende 5 000 unidades a la filial B. La tasa marginal del impuesto sobre la renta de la filial A es 25% y la de la filial B es 40%. Además, esta última paga un arancel deducible de impuestos de 5% sobre la mercancía importada. El precio unitario de transferencia es hoy de 2 000 dólares, pero puede fijarse en cualquier nivel entre esa cantidad y 2 400 dólares. Derive (a) una fórmula para determinar la tasa impositiva marginal efectiva de la filial B y (b) una fórmula para determinar cuánto pueden aumentar las utilidades después de impuestos al seleccionar el precio óptimo.

EJERCICIOS DE INTERNET



La Transfer Pricing Management Benchmarking Association realiza estudios de *benchmarking* para identificar los procesos de precios óptimos de transferencia que permitan mejorar las operaciones globales de sus miembros. Su sitio web es www.tpmba.com. Visítelo para que conozca sus objetivos y los eventos que patrocina. Quizá le interese recibir su boletín gratuito.

MINICASO 1**Flujo de fondos eficientes en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ χομπρα εσπεχιασ αλ μαγορεο εν τοδο ελ μυνδο, λασ εμπαχα εν χαντιδαδασ αδεχουαδασ παρα ελ χονσυμιδορ ψ λασ πενδε α τρα)σ δε συσ φιλιαλεσ εν Ηονγ Κογγ, Ρεινο Υνιδο ψ Εσταδος Υνιδοσ. Ρεχιεντεμεντε, εν υν μεσ σε προνοστιχ)λα σιγυιεντε ματριζ δε παγοσ δε λασ φλυφοσ δε εφεχτιπο εντρε φιλιαλεσ, δενομιναδοσ εν δ)λαρεσ δε Σινγαπυρ. Ινδιθυε χ)μο λα χομπα)ά α πυεδε σερωπρε δε λα χομπενσαχι)ν μιλπλατερολ παρα ρεδυχιρ αλ μ)νιμο λασ τρανσαχχιονεσ χαμβιαριασ θυε ρεθυιερε παρα λιθυιδαρ λασ παγοσ εντρε συσ φιλιαλεσ. «Θυ) αφορροσ λογρα χον λα χομπενσαχι)ν α λασ τρανσαχχιονεσ λε χυεσταν 0.5%?

Matriz de pagos de Eastern Trading Company (\$\$000)

Ιγγρεσοσ	Δεσεμβολσοσ				Τοταλ ιγγρεσοσ
	Σινγαπυρ	Ηονγ Κογγ	Ρεινο Υνιδο	Εσταδος Υνιδοσ	
Σινγαπυρ	□	40	75	55	170
Ηονγ Κογγ	8	□	□	22	30
Ρεινο Υνιδο	15	□	□	17	32
Εσταδος Υνιδοσ	11	25	9	□	45
Τοταλ δεσεμβολσοσ	34	65	84	94	277

MINICASO 2**Estrategia de la transferencia óptima de precios en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ εν)α εσπεχιασ πρεεμπαχαδασ α Ηονγ Κογγ, Ρεινο Υνιδο ψ Εσταδος Υνιδοσ, δονδε λασ πενδεν συσ φιλιαλεσ. Λε προοχυτα λο θυε πυδιερα οχυρριρ εν Ηονγ Κογγ αφορα θυε ελ χοντρολ δελ γοβιερνο πασ)α μανοσ δε Χηινα. Δεχιδι) ρεχονσιδεραρ συ πολ)ιχα δε πρεχιοσ δε τρανσφερενγια χον εσα φιλιαλ, πυεσ θυιερε ρεποσιχιοναρ λασ φονδοσ θυε λλεχαν α Ηονγ Κογγ δε Σινγαπυρ. Λα ταβλα ανεξα χοντιενε ελ εσθυεμα δε πρεχιοσ δε τρανσφερενγια, βασαδο εν υν συρτιδο δε εσπεχιασ πρεεμπαχαδασ, ρεπρεσεντατιπο δε λασ εμβαρθυεσ δε συ φιλιαλ δε Ηονγ Κογγ. «Θυ) λε ρεχομενδαρ)α ηαχερ εν εστε χασο?

Política actual de precios de transferencia de Eastern Trading Company con la filial de ventas de Hong Kong

	Ματριζ δε Σινγαπυρ	Φιλιαλ δε Ηονγ Κογγ	Χομπα)ά χονσολιδαδα
Ιγγρεσο πορ πεντασ	ΣΞ300	ΣΞ500	ΣΞ500
Χοστο δε προδυχτοσ πενδιδοσ	200	300	200
Υτιλιδαδ βρυτα	100	200	300
Γαστοσ δε οπεραχι)ν	50	50	100
Ιγγρεσο γραπαβλε	50	150	200
Ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα (20%/17.5%)	10	26	36
Ιγγρεσο νετο	40	124	164

MINICASO 3**Un nuevo administrador de empresas en Eastern Trading Company**

Εστα χομπα)ά δε Σινγαπυρ τιενε υν σιστεμα χεντραλιζαδο δε αδμινιστραχι)ν δε εφεχτιπο, εστο σιγνιφιχα θυε λα χομπα)ά ψ συσ φιλιαλεσ χονσερωπαν σαλδοσ δε εφεχτιπο πρεχαυτοριοσ ψ δε τρανσαχχιονεσ. Εαστερν Τραδιγγ εστ) χονπενχιδα δε θυε συσ νεχεσιδαδεσ δε εφεχτιπο ψ λασ δε συσ φιλιαλεσ μυεστραν υνα διστριβυχι)ν νορμαλ ψ σον ινδεπενδιεντεσ εντρε σ)λα πολ)ιχα

χορπορατσα χονσιστε εν μαντενερ δος ψ μεδια εν συσ δεσπιαχιονες εστ(νδαρ χομο μεδιδα πρεχαυτορια. Εν εστε νιπελ δε σεγυριδαδ ηραμ υνα προβαβιλιδαδ δε 99.37% δε θυε λασ φιλιαλεσ δισπογαν δε συφιχιεντε εφεχτιπο παρα χυβριρ λασ τρανσαχχιονες.

Ελ νυεπο αδμινιστραδορ δε εμπρεσασ θυε χοντρατ (ασεγυρα θυε λα ινπερσι (ν εν σαλδος πρεχαυτοριος εσ δεμασιαδο αλτο ψ θυε πυεδε ρεδυχιρσε δε μοδο συσταγιαλ, σι σε αδοπτα υν σιστεμα χεντραλιζαδο δε εφεχτιπο. Χον λα ινφορμαχι (ν προμπεχταδα παρα ελ μεσ εν χυρσο, θυε σε ανεξα εν σεγυριδα, χαλχυλε ελ νιπελ δε εφεχτιπο θυε λα χομπα(γ)α δεβε χονσερπαρ εν λασ σαλδος πρεχαυτοριος χον ελ σιστεμα δεσχεντραλιζαδο αχτυαλ, ασ(ι) χομο ελ νιπελ θυε δεβερ(ι)α χονσερπαρ χον ελ σιστεμα χεντραλιζαδο. «Φυε υν αχιερτο χοντραταρ α εστε προφεςιοναλ?

Φιλιαλ	Τρανσαχχιονες πρεπιστας	Υνα δεσπιαχι(ν εστ(νδαρ
Σινγαπυρ	ΣΞ125 000	ΣΞ40 000
Ηονγ Κονγ	60 000	25 000
Ρεινο Υνιδο	95 000	40 000
Εσταδος Υνιδοσ	70 000	35 000

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Bokos W. J. y Anne P. Clinkard, "Multilateral netting", *Journal of Cash Management*, núm. 3, 1983, pp. 24-34.

Collins J. Markham y Alan W. Frankle, "International cash management practices of large U.S. firms", *Journal of Cash Management*, núm. 5, 1985, pp. 42-48.

Srinivasin, Venkat y Yong H. Kim, "Payments netting in international cash management: a network optimization approach", *Journal of International Business Studies*, núm. 17, 1986, pp. 1-20.

U.S. Internal Revenue Code, Chicago, Commerce Clearing House, 1993.

20 Finanzas del comercio internacional

Una transacción representativa del comercio internacional

Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

Asistencia gubernamental a las exportaciones

Export-Import Bank (Eximbank) e instituciones afiliadas

Contracomercio (countertrade) internacional

Tipos de contracomercio internacional
Algunas generalizaciones sobre el trueque internacional

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: American Machine Tools, Inc.

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN EL MUNDO MODERNO es prácticamente imposible que una nación produzca todo lo que la población necesita o exige. E inclusive si pudiera hacerlo, difícilmente lo haría con mayor eficiencia que los productores de otros países. Sin el comercio internacional no se aprovechan al máximo los recursos escasos.

El comercio internacional es más difícil y riesgoso que el nacional. En el primero, el exportador puede no estar familiarizado con el comprador y, por tanto, no sabe si éste es un buen riesgo crediticio. Cuando la mercancía se exporta al extranjero y el comprador no paga, quizá al exportador le sea difícil si no es que imposible tener un recurso legal. Además, ante la inestabilidad política es riesgoso enviar mercancía a algunas partes del mundo. Desde la perspectiva del importador, es riesgoso dar un anticipo por productos que quizá nunca embarque el exportador.

En este capítulo se abordan esos problemas y otros más. Empieza con un ejemplo de una transacción comercial simple pero común. Después se explican los mecanismos del comercio, con la descripción de los acuerdos institucionales que se han establecido con el tiempo para facilitar el comercio a la luz de los riesgos descubiertos. Se exponen a fondo los tres documentos básicos que requieren las transacciones internacionales: carta de crédito, letra a plazo y conocimiento de embarque. Se indica cómo una letra a plazo se convierte en una aceptación bancaria, instrumento negociable en el mercado de dinero.

En la segunda parte del capítulo se explica la función del Export-Import Bank, un organismo gubernamental independiente que se fundó para ofrecer asistencia competitiva a los exportadores estadounidenses mediante préstamos, garantías financieras y seguros de crédito. El capítulo termina con una explicación de varios tipos de transacciones de contracomercio. Este tipo de transacciones pueden definirse colectivamente como las actividades del comercio internacional, en las cuales el vendedor ofrece al comprador bienes o servicios a cambio de una promesa recíproca de que en efecto se los comprará.

Una transacción representativa del comercio internacional

Un ejemplo es la mejor manera de entender la mecánica de una transacción comercial internacional ordinaria. Pongamos el caso de un importador estadounidense que distribuye automóviles y que desea comprarlos a un exportador japonés, que es el fabricante. No se conocen y existe una gran distancia geográfica entre ellos. Si el fabricante japonés lograra imponer sus condiciones, obligaría al importador estadounidense a pagarle *en efectivo y por anticipado*, pues no está familiarizado con su solvencia.

Si el distribuidor lograra imponer sus condiciones al fabricante, preferiría recibir las unidades en *consignación*. En este tipo de venta, el exportador conserva la propiedad de la mercancía que envía. El importador le paga una vez que realizada la venta. Si el importador no vende la mercancía, la devuelve. Claro que el exportador corre todo el riesgo en este tipo de operación. La segunda opción óptima para el distribuidor consistiría en recibir a crédito el embarque de automóviles y luego hacer el pago respectivo; así no pagaría por anticipado un pedido que tal vez ni siquiera ha recibido.

¿Cómo puede conciliarse lo anterior de modo que la transacción del comercio internacional sea satisfactoria para ambos? Por fortuna para ellos no son los primeros que se hallan ante semejante dilema. A lo largo de los años un complejo proceso se ha perfeccionado para manejar esta clase de transacciones comerciales. En la ilustración 20.1 se incluye un esquema del proceso que normalmente se desarrolla en el comercio internacional. Al examinarlo en forma narrativa entenderemos los mecanismos de un comercio y también los tres principales documentos que se emplean.

La ilustración comienza con (1) importador estadounidense en el momento en que hace un pedido a un exportador japonés: le pide que envíe los automóviles con una letra de crédito. Si acepta hacerlo, le informará al importador el precio y otras condiciones de venta como las referentes al crédito. En esta exposición vamos a suponer que es un crédito de 60 días. El importador estadounidense (2) solicitará a su banco una carta de crédito para la mercancía que desea comprar, le proporciona al banco las condiciones de venta.

Una **carta de crédito (L/C)** es una garantía del banco en que se compromete a actuar en favor del importador y pagarle al exportador la mercancía, una vez que todos los documentos correspondientes se presenten conforme a lo estipulado en ella. En esencia, el banco sustituye con su *solvencia* la de un importador desconocido.

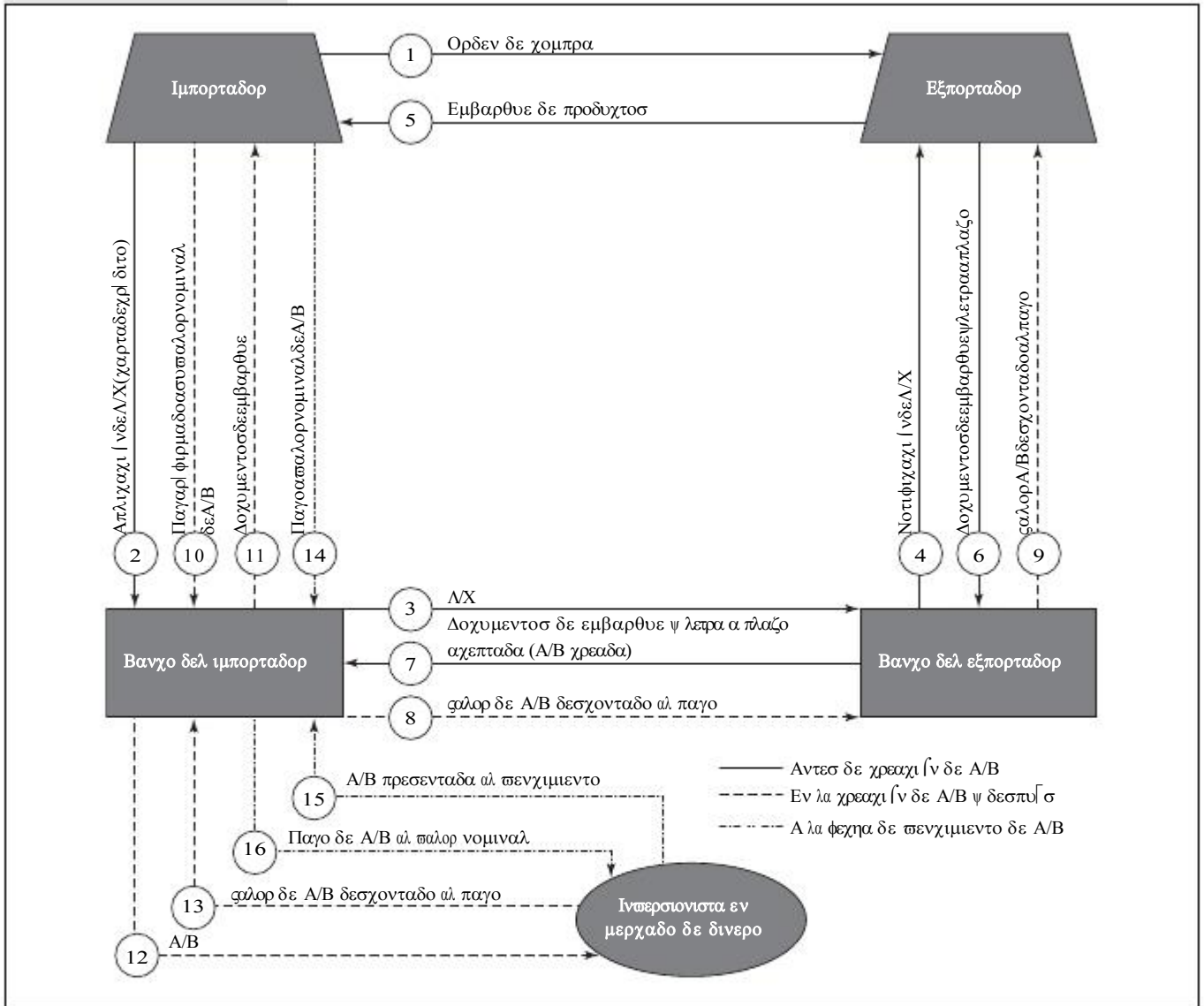
La carta de crédito (3) se envía a través del banco del importador estadounidense al banco del exportador. Una vez recibida, este banco (4) se lo notificará al exportador. De este modo, el exportador japonés (5) embarcará los automóviles.

Luego de embarcarlos, el exportador (6) presentará a su banco una carta a plazo (60 días), hecha con atención a las instrucciones contenidas en la carta de crédito, con el conocimiento de embarque y otros documentos requeridos como la factura y una lista de empaque. La **carta a plazo** es una orden escrita que indica al importador, a su agente o al banco del importador pagar la cantidad del importe nominal en cierta fecha (es decir, al final del periodo de crédito de una transacción comercial en el extranjero). El **conocimiento de embarque (C/E)** es un documento que emite el transportista donde especifica que recibió los productos; por lo que, puede servir como título de propiedad. El banco del exportador (7) presenta los documentos de embarque y la letra a plazo al banco del importador. Una vez que este banco adquiere la propiedad de los productos mediante el conocimiento de embarque al crear una **aceptación bancaria (A/B)**, habrá un instrumento negociable en el mercado de dinero que cuenta con un mercado secundario. El banco del importador cobra una comisión, que se deduce en el momento de la liquidación final. La comisión se basa en el periodo de vencimiento de la letra a plazo y en la solvencia del importador.

Varias cosas pueden sucederle a la aceptación bancaria. Se devuelve al exportador japonés, quien la mantendrá 60 días y luego la presentará para su pago al banco del importador al vencimiento. Si de repente el exportador se da cuenta de que necesita fondos antes de la fecha de vencimiento, podrá vender la aceptación bancaria con descuento en el mercado de dinero. Dada la semejanza de los riesgos, las aceptaciones se negocian a tasas semejantes a las de los certificados bancarios de depósito. Como se muestra en la ilustración 20.1, el exportador japonés también podría ordenarle al banco que descuente la aceptación (8) del banco del importador

ILUSTRACIÓN 20.1

Proceso de una transacción representativa del comercio extranjero



Φυεντε: Ιλουστραχι (ν αδαπταδα δε Ινστρυμεντοσ αφ τησ μονεψ μαρκετ, Φεδεραλ Ρεσερβε Βανκ αφ Ριχημονδ, 1986. Ρειμπρεσο χον αυτοριζαχι (ν.

y que le pague (9) esa cantidad. De manera análoga, el banco del exportador podría decidir conservar la aceptación hasta su vencimiento a manera de inversión, pagándole después al exportador japonés el equivalente descontado.

El importador estadounidense (10) firma un pagaré (60 días) con su banco por el valor de la aceptación bancaria, que se vence en la misma fecha que ésta. Por su parte, el banco del exportador (11) proporciona a la distribuidora automotriz los documentos de embarque necesario para tomar posesión de los automóviles con el transportista común.

Si el exportador japonés o su banco no tienen la aceptación bancaria, el banco del importador no podrá retenerla 60 días hasta el vencimiento, cuando cobrará el valor nominal al importador estadounidense por medio del pagaré. Como se ve en la ilustración 20.1, el banco del importador podrá (12) venderle a un inversionista la aceptación en el mercado de dinero, con un descuento (13) de su valor nominal. Al momento del vencimiento (14) cobrará el valor nominal de la aceptación bancaria por medio del pagaré obtenido del importador estadounidense, el

inversionista (15) presentará la aceptación para su pago en el banco del importador y éste (16) se lo pagará. En el caso de incumplimiento del importador, su banco interpondrá una demanda contra él. Por lo regular las aceptaciones bancarias tienen un vencimiento que oscila entre 30 y 180 días; por eso son sólo fuentes a corto plazo de financiamiento comercial.

EJEMPLO20.1

Análisis de costos de una aceptación bancaria Como se mencionó en la descripción esquemática de una transacción cambiaria típica, el exportador quizá tenga una aceptación bancaria (A/B) hasta su vencimiento y reciba el pago en ese momento. También podría descontarla en el banco del importador o venderla con un descuento en el mercado de dinero.

Supongamos que el importe nominal del pagaré es un millón de dólares y que el banco del importador cobra una comisión de 1.5%. Por ser el pagaré a 60 días, el exportador recibirá $\$997\,500 = \$1\,000\,000 [1 - (0.015 \cdot 60/360)]$, si decide conservar la aceptación hasta su vencimiento. De este modo, la comisión sobre ella será 2 500 dólares.

Si la tasa de la aceptación bancaria a 60 días es 5.25% y si el exportador la descuenta del banco del importador, recibirá $\$988\,750 = \$1\,000\,000 [1 - (0.0525 + 0.0150) \cdot 60/360]$. Por lo tanto, el banco del importador recibirá una tasa de descuento de interés equivalente a 6.75% $(5.25 + 1.50\%)$ sobre la inversión. Al vencimiento recibirá $\$1\,000\,000$ del importador. El rendimiento equivalente en bonos que le genera su inversión (que se calcula sobre el número real de días del año y no sobre el año de 360 días del banquero) será 6.92%, o sea $0.0692 = (\$1\,000\,000/\$988\,750 - 1) \cdot 365/60$.

El exportador paga la comisión sobre la aceptación, descuento o no la aceptación bancaria o la conserve hasta su vencimiento, así, no carece de importancia al decidir descontar la aceptación bancaria. La tasa equivalente de bonos que recibe al descontar la aceptación es 5.38%, o sea $0.0538 = (\$997\,500/\$988\,750 - 1) \cdot 365/60$. El descuento tiene sentido si el costo de oportunidad de capital del exportador es mayor que 5.38% de interés compuesto bimensual (una tasa anual efectiva de 5.5%); de lo contrario, el exportador debería conservar la aceptación bancaria hasta su vencimiento.

Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

www.afia-forfaiting.org

Sitio web de la Association of Forfaiters in the Americas, Inc. Contiene información sobre descuentos de pagarés para exportadores, importadores e instituciones financieras.

Es un tipo de financiamiento comercial a mediano plazo con el cual se financia la venta de bienes de capital. Consiste en vender el pagaré firmado por el importador en favor del exportador. La institución que se hace cargo de la operación, generalmente un banco, compra al exportador los pagarés con un descuento de su valor nominal. De ese modo, el exportador recibe el pago y no tiene que mantener el financiamiento. Dicha institución no puede demandar al exportador si el importador incumple. Los pagarés suelen estructurarse de modo que se alarguen en una serie por un periodo de tres a siete años, con uno que vence cada seis meses. Como estas transacciones se utilizan para financiar bienes de capital, normalmente tienen un valor de 500 mil dólares o más. Nacieron en Suiza y Alemania, pero se han generalizado en la mayor parte de Europa occidental y de Estados Unidos. Se denominan en francos suizos, en euros y en dólares estadounidenses.

La forma en que el descuento de pagarés a mediano plazo se ajusta a las prácticas financieras del Islam se explica en el “Primer fondo islámico creado mediante el descuento de pagarés a mediano plazo en el Islam” del recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica”.



Primeros fondos islámicos con el descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting)

Λας φινανζας δελ Ισλαμ προηβεν εστριχταμεντε πενδερ δευδα α υν παλор ρεδυχιδο; περο εσο χονστιπυε παρτε εσενχιαλ δελ δεσχυεντο δε παγαρσ πυεσ χονσιστε εν πενδερ υνα χαρτα δε χρδιτο (ΛΧ) α μενωρ πρεχιο. Ηαχε ποχο, Νορτον Ροσε ψ ΩεστΛΒ λογαρον εστρυχτωρα υν φονδο δε εσε τιπο δεστιναδο α λος ινπερσιονιστας ινστιπυχιωναλεσ θυε νεχεσιταν οπορτυνιδαδεσ δε ινπερσι εν αχορδε αλ Ισλαμ.

ΩεστΛΒ-Τριχον Φορφατινγ Φυνδ εσ υνα εντιδαδ ρεγιστραδα εν Βερμυδασ θυε περμιτε παρτιχιπαρ εν υνα εστρατεγια δε εσε τιπο δε Σηαρια, θυε σε οριεντα α μερχανχιασ β(σιχασ ψ φινανζασ χομερχιαλεσ, εντρε σπρασ χοσασ ινχλυψε χυεντασ πορ χοβοραρ δε αχασ δε παγαρσ. Λας φινανζασ δελ Ισλαμ σον υν χαμπο ρελατιπαμεντε νυεπο θυε λλεπα απενασ υνοσ 20 α)οσ ψ θυε φινανχια σολυχιονεσ θυε λε περμιτεν σεγυιρ ρενοπ(νδοσε.

Μοηαμεδ Παραχηα, σοχιο ψ μιεμβρο δελ γρυπο φινανχιερο ισλ(μχο Νορτον Ροσε, χον σεδε εν Λονδρεσ, μανιφεστ(α *Τραδε Φινανχε*. Λας ινστιπυχιονεσ φινανχιερασ δεσδε ηαχε τιεμπο ρεχονοχιερον θυε νο σε σαπισφαγεν λασ νεχεσιδαδεσ δε λος ινπερσιονιστας δε Μεδιο Οριεντε. Χον ταν ενορμε ριθυεζα εν εσα ρεγι εν, λα γεντε βυσχα φορμασ ινοπαδορασ δε χαπαρλα ψ σε δεχιδι θυε ερα νεχεσαριο δεστιναρ ελ δινερο α υν προδυχο θυε πυεδα χομβι-

ναρσε χον λος αχασ δε δεσχυεντοσ δε παγαρσ. Ηεμοσ λογαροδω χρεαρ υν φονδο δε ινπερσι εν εστρυχτωραδο παρα χυμπλιρ λος πριηπιος Σηαρια, αλ μισμο τιεμπο θυε σε υτιλιζαν εσοσ αχασ.

Ελ φονδο ψα σε εσταβλεχι εν εστ(εν φυνηγιοναμειντο; συ εστρατεγια χονσιστε εν λα ινπερσι εν χαρτασ δε χρδιτο (ο υν παπελ χομερχιαλ παρεχιδο) εν τοδοσ λος σεχτορεσ, αυνθυε σε ρεθυιερε ινπεστιγαρ παρα ασεγυραρσε δε λος προδυχοσ χυβιερτοσ πορ λασ χαρτασ δε χρδιτο θυε νο σε οπονεν α λος πριηπιουσ δε Σηαρια. Σεγ εν Παραχηα, εσ υνα εστρυχτωρα χομπλεφα. Αλ ρεσπεχτο σε)αλα: Φυε υν εφερχιο συμαμεντε διψ(χιλ ψ ηυβο θυε ρεχαβαρ λα φιρμα δε εστυδιοσ μαηομετανοσ παρα χομπροβαρ θυε σε ηαβ(αν χυμπλιδο λασ εστριχτασ νορμασ δε Σηαρια. Ηυβο αδεμ(σ θυε τραβαφαρ εν λασ φυρισδιχχιονεσ δελ Ρεινο Υνιδο ψ δε Βερμυδασ.

Παραχηα προσιγυε: Ταμβι εν τυπιμοσ θυε χειρχιοραρνοσ δε θυε ελ φονδο δε αχασ νο ισλ(μχοσ χον δεσχυεντο δε παγαρσ νο σε υτιλιζαβα διρεχταμεντε παρα χυμπλιρ χον λασ οβλιγαχιονεσ αχορδεσ αλ Ισλαμ, εν λος αχυερδοσ δε μερχανχιασ β(σιχασ ψ δε φινανχιαμειντο χομερχιαλ.

Φυεντε: *Τραδε Φινανχε*, νοπιεμβρε δε 2003, π. 1.

Asistencia gubernamental a las exportaciones

www.export.gov

Sitio web del gobierno estadounidense que contiene información sobre asesoría en exportaciones, programas y servicios, financiamiento y seguros.

El éxito del comercio internacional es indispensable para una nación. Así como el éxito de las exportaciones significa que sus productos tienen demanda, su fuerza de trabajo se beneficia con el empleo y algunos recursos se destinan al avance tecnológico. Para ello, se requiere que las compañías orientadas a las exportaciones sean buenas vendedoras, esto es, que compitan en lo siguiente: oferta de productos, promoción, precio, capacidad de entrega y servicios prestados a los importadores. Igualmente importante es que las compañías sean competitivas en la concesión de crédito a los importadores.

Sabedores de los beneficios que aportan las exportaciones, los gobiernos de los países desarrollados ofrecen asistencia a los exportadores mediante el crédito que pueden ampliarse a los importadores. En esta sección vamos a explicar las características principales de los programas destinados a los exportadores estadounidenses.

Export-Import Bank (Eximbank) e instituciones afiliadas

www.exim.gov

Sitio web del Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos. Contiene detalles de Eximbank y de sus servicios.

En 1934 se fundó este banco y posteriormente, en 1945, se constituyó en un organismo gubernamental independiente cuya función sería facilitar y financiar las exportaciones. Concede financiamiento en los casos en que las instituciones privadas no pueden o no quieren hacerlo por: (1) el vencimiento del préstamo es demasiado largo, (2) el monto es demasiado grande, (3) el riesgo es excesivo o (4) a la compañía importadora le resulta difícil obtener moneda fuerte para pagar.

Para cumplir sus objetivos Eximbank presta servicios mediante diversos tipos de programas. Algunos de los más importantes son garantías de capital de trabajo, préstamos directos a los extranjeros, garantías de financiamiento y seguros de crédito.¹

¹ Gran parte de la explicación de esta sección se toma del sitio web Export-Import Bank, www.exim.gov/.

Mediante su *Programa de garantía del capital de trabajo*, Eximbank facilita la expansión de las exportaciones al alentar instituciones comerciales para que otorguen a los exportadores préstamos de capital de trabajo. La garantía de financiamiento de Eximbank cubre 90% del capital y del interés acumulado; cuenta con el respaldo absoluto y el crédito del gobierno estadounidense.

Por medio de su *Programa de préstamos a mediano y largo plazos* facilita el crédito directo a los compradores extranjeros de las exportaciones estadounidenses. Los desembolsos llegan a manos del exportador y los productos a los del importador internacional. El *Programa a largo plazo* abarca las condiciones de pago por más de siete años y préstamos mayores de 10 millones de dólares. El *Programa a mediano plazo* abarca los reembolsos de siete años o menos y préstamos por 10 millones de dólares o más. Ambos programas financian hasta 85% del valor contractual de las exportaciones. *Private Export Funding Corporation (PEFCO)*, empresa fundada en 1970 por un grupo de bancos comerciales y empresas industriales, coopera frecuentemente con Eximbank en estos programas: ofrece liquidez al comprar los pagarés que Eximbank emite para financiar los préstamos.

Por medio de su *Programa de garantías a mediano y largo plazos*, Eximbank respalda los préstamos otorgados por las instituciones privadas a los importadores extranjeros. Los intereses suelen ser de tasa flotante. Las garantías, que cuentan con el respaldo absoluto del gobierno estadounidense, abarcan financiamientos hasta de 85% del valor contractual de las exportaciones. Cubren 100% el capital y los intereses contra la pérdida debida a riesgo comercial y político. También existen garantías que cubren sólo el riesgo político.

Por medio del *Programa de seguro sobre el crédito a las exportaciones*, Eximbank ayuda a los exportadores a conseguir y expandir las ventas en el extranjero, con protección contra la pérdida si un comprador o deudor extranjero incumple por motivos políticos o comerciales. Las pólizas de seguro cubren los riesgos generales de índole comercial o política o bien exclusivamente algunos políticos.

En el Reino Unido, el *Exports Credits Guarantee Department (ECGD)* realiza funciones similares a las de Eximbank y de FCIA. Fundado en 1919, este organismo asiste a los exportadores mediante una cobertura directa de seguro contra la insolvencia del importador debida a riesgos comerciales y políticos, además garantiza los préstamos bancarios a extranjeros. El importador, considerado el verdadero beneficiario, paga a ECGD la prima sobre el seguro del préstamo bancario garantizado.

www.ecgd.gov.uk

Sitio oficial web del Exports Credits Guarantee Department.

www.eximbankindia.com

Sitio web de Export-Import Bank of India. Este banco se creó en 1982 para financiar, facilitar y promover el comercio internacional de la India. Es el correspondiente de Eximbank de Estados Unidos. Hay varios sitios que ofrecen información sobre varios bancos de exportación e importación de los países.

Contracomercio (countertrade) internacional

Es un término global que designa muchos tipos de transacciones en que “el vendedor proporciona al comprador bienes o servicios con la promesa de adquirir los suyos a cambio”.² No siempre se utiliza dinero. Cuando se intercambia, tenemos un tipo de trueque, pero siempre se da un flujo de bienes de consumo en dos sentidos.

Este tipo de intercambio se remonta a la época prehistórica y se ha utilizado a lo largo de la historia cuando escasea la moneda. Es difícil determinar su volumen exacto, pero es una práctica generalizada. En opinión de Hammond (1990), algunas estimaciones indican que comprende apenas 5% del comercio mundial total y otras lo colocan en 40%. Más aún, las transacciones no figuran en las estadísticas oficiales. En el nuevo milenio el Fondo Monetario Mundial, el Banco Mundial y el Departamento de Comercio de EU calculan que la mitad de las transacciones a nivel internacional se efectuarán en esta modalidad.³ Más recientemente se observó un auge en la década de 1980, cuando la crisis del Tercer Mundo dejó a los países deudores sin suficientes reservas de divisas o línea de crédito para llevar a cabo un intercambio normal.⁴

www.countertrade.org/

Sitio oficial de Global Offset and Countertrade Association (GOCA). Esta asociación es un foro para las compañías que realizan contracomercio internacional y un recurso para las que exploran las posibilidades de esa clase de intercambio.

² Definición de Hennart (1989)

³ Consúltese esta estimación en Anyane-Ntow y Harvey (1995, p. 47).

⁴ En el capítulo 11 se explica el alcance y la severidad de la crisis de la deuda en el Tercer Mundo.

Tipos de contracomercio internacional

Hennart (1989) menciona seis formas: trueque, acuerdos de reciprocidad, comercio de intercambio, recompra, contracompra y compensación. Las tres primeras no incluyen el empleo de dinero; las tres últimas sí.

Trueque. Es el intercambio directo de bienes entre dos partes. Si bien el dinero no cambia de manos, se acostumbra valuar los bienes que se aportan en una moneda previamente acordada. A menudo es necesario asignarle a los bienes un valor monetario con fines contables, fiscales y de seguros.

Hammond (1990) describe el trueque como “una forma bastante primitiva de hacer negocios. Favorece el intercambio bilateral que a su vez —en las economías mercantilistas y bajo políticas imperialistas— fomentó un sistema rígido de dependencia colonial con mercados protegidos y fuentes cautivas de materias primas”. Continuó con su florecimiento hasta después de la Segunda Guerra Mundial cuando Bretton Woods estableció el sistema cambiario que impulsó la convertibilidad monetaria y el libre comercio.

Hoy, el trueque suele ser un intercambio que se realiza en una sola ocasión con mercancías cuando lo permiten las circunstancias. Schaffer (1989) da un ejemplo moderno que tuvo lugar entre General Electric y Rumania. La compañía se había comprometido a venderle en efectivo un generador de turbina. El financiamiento de Rumania no se realizó y para cerrar el trato la compañía aceptó a cambio productos de ese país, que posteriormente vendió por efectivo a través de su compañía comercial.

Acuerdo de reciprocidad (llamado también convenio de compensación bilateral). Es un tipo de trueque en el que las partes (gobiernos) firman un contrato para comprar cierto volumen de productos y servicios entre sí. Abren cuentas que se cargan siempre que un país importa productos del otro. Al final del periodo señalado, los desequilibrios de las cuentas se liquidan en moneda fuerte o con la transferencia de bienes. El convenio de compensación introduce el concepto de crédito en las transacciones: puede realizarse un intercambio bilateral que no necesariamente debe liquidarse de inmediato. Los saldos de las cuentas se calculan en forma periódica y los desequilibrios se liquidan con la moneda convenida. Anyane-Ntow y Harvey (1995) señalan que este tipo de arreglos se han efectuado usualmente entre países del Tercer Mundo, así como en los de Europa oriental. Citan como ejemplo el acuerdo de 1994 entre China y Arabia Saudita en una operación por 1 000 millones de dólares.

Comercio de intercambio. Un tercero compra el acuerdo de compensación de un país con moneda fuerte para venderlo después. El segundo comprador utiliza el saldo de la cuenta para adquirir bienes y servicios de la parte que presentaba el desequilibrio. Anyane-Ntow y Harvey (1995) dan un ejemplo del comercio de intercambio con la exportación de fertilizantes de Estados Unidos a Paquistán mediante un convenio de este tipo entre Rumania y Paquistán.

Recompra. Es la transferencia de tecnología mediante la venta de una planta manufacturera. El vendedor se compromete a comprar cierto volumen de la producción una vez construida la planta. Como observa Hennart (1989), el convenio maneja dinero en dos formas. Primero, el comprador obtiene un préstamo de moneda fuerte en el mercado de capitales para liquidar el importe de la planta. Segundo, el vendedor se compromete a comprar suficiente producción por un periodo a fin de que el comprador liquide los fondos obtenidos. Este tipo de operación es una forma de inversión directa en el país comprador. Algunos ejemplos son los contratos de Japón con Taiwán, Singapur y Corea para intercambiar equipo para fabricar chips de computadora por cierto porcentaje de la producción.⁵

Contracompra. Se parece a la modalidad anterior aunque con importantes diferencias. Las partes suelen ser un importador de tecnología de Europa oriental y un exportador de Europa occidental. La principal diferencia entre ambas modalidades es que en la contracompra la mercancía que el vendedor acepta comprar no se relaciona con el equipo exportado y no se produjo para ese fin. Se compromete a adquirir los bienes en una lista preparada por el importador a los precios que éste fije. Los que se incluyen en ella suelen ser bienes de difícil salida. Un ejemplo citado por Anyane-Ntow y Harvey (1995) es el contrato de intercambio de equipo industrial italiano por goma de Indonesia.

⁵ Consúltese a Anyane-Ntow y Harvey (1995, p. 48).



Fuerzas armadas, primer lugar en la lista del contracomercio internacional

Λας φυερζας αρμαδας δε Φιλπινας οχυπαν ελ πριμερ λυγαρ εν εστε τιπο δε τρανσαρχιονες δε τοδος λος οργανισμος γυβερναμενταλες, ρεπρεσενταρον υν τοπαλ δε 143.4 μιλλονες δε δολαρες εντρε 1989 ψ αγοστο δελ 2004, σεγ λν εσταδισγιας προπορχιοναδας πορ Πηλιπτινε Ιντερνατιοναλ Τραδιγγ Χορπορατιον. Σον αχυερδος ρεχίπροχος ψ χομπενσατοριος θυε σε ρεφιερεν α λα χομπρα δε προδυχτος ο σερπιχιος αλ πενδεδορ, εν λος χυαλεσ Γστε λε αηλυδα α ρεδυχιρ ελ χοστο νετο δε λα οπεραχι Γν μεδιαντε αλγυνα μοδαλιδαδ δε φινανχιαμειντο χομπενσατοριο.

Αμερ, λας φυερζας αρμαδας ανυνηχιaron θυε Φιλπινας σε βενεφιχι Γ ρεχιεντεμεντε χον dos τρανσαρχιονες δε χοντραχομερχιο χον λος μιλιταρες. Εν φεβρερο δελ α)ο πασαδο, οβτυπιερων Ξ2.1 μιλλονες δε δολαρες εν αρμας αυτομ(τιχας Σθυαδ δε ΦΝ Ηερσταλ δε Βλγιχα, χον υν δε χοντραχομερχιο πορ 1.8 μιλλονες δε δολαρες, ο σεα 85% δελ πρεχιο δελ χοντρατο.

Ελ προγραμμα πρεπαρ Γ ελ χαμιο αλας εξπορταχιονες μυνδιαλες δε γομα σεμiproχεσαδα πορ μεδιο δε υν εσθυεμα δε φινανχιαμειντο ελαβοραδο πορ Ραφεισεν Χεντροβανκ δε Αυστρια, ελ σοχιο χομερχιαλ δε ΦΝ Ηερσταλ χονφορμε αλ προγραμμα δε χοντραχομερχιο δε Φιλπινας.

Γραχιας α ελλο σε αβριερων λας πυερτας α στρος μερχαδος, εντρε ελλος Ρεπ λβλιχα Χηεχα, Αυστραλια, Ιταλια, Αλεμανια ψ Νυεπα Ζελανδα, αγρεγαρον λος φυνηχιοναριος. Εν διχιεμβρε δελ 2003 ψ εν φεβρερο δελ 2004, λας φυερζας αρμαδας χομπραρον αδεμ(ς εν 7.6 μιλλονες δε δολαρες τρανσρεχεπτορες ΗΦ/ΣΣΒ ψ εθυιπο δε Μανπαχκ Χομμυνηχαιονς α Ηαρρις Χορπορατιον. Χομο βενεφιχιαριος διρεχτος δελ προγραμμα ρεχιβιερων χερχα δε 6.1 μιλλονες δε δολ(ρες εν αχτιπιδαδες χομπενσαδορας.

Ηαρρις Χορπορατιον σε χομπρομετι Γ α υνα χομπενσαχι Γν δε 80% δε απροξιμαδαμεντε 6.2 μιλλονες δε δολαρες ψ α υν χοντραχομεριο δε 20%, εστο εσ 1.5 μιλλονες δε δολαρες. Αλγυνος δε λος βενεφιχιος δε λα χομπενσαχι Γν ινχλυπεν αχτυαλιζαχι Γν δε σοφταρε δε 324 υνιδαδες δε Μανπαχκ Χομμυνηχαιονς, δοναχι Γν δε μ(ς βαπαρίας Μανπαχκ, δοναχι Γν δε υν χονφυντο δε πρυεβας αυτοματιζαδας ψ δε μ(δυλος δε ρεπυεστο, σε)αλαν λος φυνηχιοναριος.

Ελ προγραμμα γυβερναμενταλ δε χοντραχομερχιο σε εσταβλεχι Γ πορ λα ορδεν αρεχτυπα 120. Εν ελλα σε εστιπυλα θυε τοδας λας χομπρας δελ γοβιερνο εθυιπαλεντε α υν μιλλ Γν δε δολαρες ο μ(ς δεβεν τενερ υν ελεμεντο δε χοντραχομερχιο εθυιπαλεντε πορ λο μενος α 50% δελ παλор δελ χοντρατο δε συμινιστρο. Ασ) πυεσ, ελ Δεπαρταμεντο δε Δεφενσα Ναχιοναλ εμιτι Γ λα χιρχυλαρ ν |μερο 4 χον φερχα δε 20 δε φυλιο δε 2001, εν θυε εσταβλεχε θυε ελ χοντραχομερχιο φορμε παρτε δελ προγραμμα δε αδθυισχιονες δε λας φυερζας αρμαδας εν τοδος λος προμηχτος χυψο χοστο συπερε ελ μιλλ Γν δε δολαρες.

Δεσπυ Γ δε λας φυερζας αρμαδας πιενε λα Αυτοριδαδ Ναχιοναλ δε Αλιμεντος, χυψας τρανσαρχιονες δε χοντραχομερχιο συμαν υν τοπαλ δε 136.6 μιλλονες δε δολαρες. Μ(ς δε 300 μιλλονες δε δολαρες δε λος προδυχτος δε Φιλπινας σε ηαν εξπορταδο χον ελ Χουντερτραδε Προγραμμα οφ Γοπερνμεντ δε συ προπεεδορ εν ελ εξτρανφερο.

Φυεντε: Καρλ Λαπερ Μ. Ψοπ, Βυσινεσαλ Δορλαδ 17 δε αγοστο δε 2004, π. 1.

Compensación. Es una especie de contrato comercial en el cual intervienen las industrias aeroespacial y de defensa. Es un convenio recíproco entre un país industrializado y otro que cuenta con industrias de defensa, aeroespacial o ambas. Hammond (1990) menciona el ejemplo de la venta de los “cazas” a propulsión F-16 fabricados por General Dynamics para Turquía y Grecia a cambio de aceitunas, proyectos hidroeléctricos, promoción turística y coproducción de aviones.

En el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “Las fuerzas armadas, primer lugar en la lista del contracomercio industrial” se explica cómo las fuerzas armadas de Filipinas se sirven de las transacciones de compensación y de las contracompras para conseguir equipo militar.

Algunas generalizaciones sobre el trueque internacional

El trueque internacional tuvo mucha importancia en las décadas de 1980 y 1990. Pueden aducirse razones en favor y en contra de él. Hammond (1990) advierte que un país tiene incentivos tanto positivos como negativos al respecto. Los incentivos negativos son los que imponen a una nación o empresa, sin importar si desea o no realizarlo, como la conservación de efectivo y de moneda fuerte, mejoramiento de los desequilibrios comerciales y mantenimiento de los precios de exportación. Entre los estímulos positivos, desde la perspectiva de la nación y de la empresa, cabe citar los siguientes: promoción del desarrollo económico, aumento del empleo, transferencia de tecnología, expansión del mercado, incremento de la rentabilidad, suminis-

tros menos caros, reducción del excedente de productos en inventario y mayor experiencia de mercadotecnia.

Los opositores afirman que el contracomercio internacional altera la actividad fundamental del libre mercado y que, por lo mismo, los recursos se utilizan en forma ineficiente: los costos aumentan, el comercio multilateral se restringe al favorecer los convenios comerciales y en general cuando no se utiliza dinero el desarrollo económico muestra un retroceso.

Hennart (1989) estudió empíricamente 1 277 contratos entre junio de 1983 y el 31 de diciembre de 1986, incluidos en *Countertrade Outlook*. De ellos 694 eran acuerdos de compensación, 171 trueques, 298 contracompras, 71 recompras y 43 compensaciones. Las naciones en cuestión fueron clasificadas en categorías del Banco Mundial: desarrolladas, miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP), economías centralmente planificadas, de ingreso medio y de ingreso bajo.

Hennart, descubrió que cada grupo de naciones tenía la propensión a realizar cierto tipo de transacciones de contracomercio internacional. Los países exportadores de petróleo, los de ingreso mediano y los de ingreso bajo utilizaban más la contracompra; los de economías centralmente planificadas empleaban más la recompra; los países desarrollados y de ingreso medio realizaban más compensaciones. El contracomercio era más frecuente entre dos países de ingreso mediano, entre los desarrollados y los de ingreso medio, entre éstos y los de economías centralmente planificadas.

Según Hennart la alta frecuencia de recompras entre las economías centralmente planificadas concuerda con su empleo como sustitución de la inversión extranjera directa. Dos razones explican por qué ni estas economías ni los países de bajo ingreso efectúan transacciones de compensación, a las economías centralizadas no se les permite comprar armas de Occidente y los países de bajos ingresos no pueden darse el lujo de adquirir las que se venden a través de esta clase de operaciones. El trueque entre dos países de ingreso mediano (el caso más frecuente) se da entre dos países que desean evitar el pago de la deuda externa. Su ausencia entre los miembros de la OPEP y entre los países desarrollados se debe a que se utiliza para evitar los carteles y los convenios de mercancías básicas. El análisis de Marin y Schnitzer (1995) coincide con las conclusiones de Hennart.

Sin importar si las transacciones de contracomercio son buenas o malas para la economía global, una cosa parece cierta: aumentarán en un futuro cercano conforme se intensifique el comercio mundial.

RESUMEN

Las importaciones y exportaciones, así como el financiamiento del comercio, son los temas principales tratados en el capítulo.

1. Es más difícil realizar las transacciones del comercio internacional que las del comercio nacional. Intervienen riesgos mercantiles y políticos que no influyen en el comercio nacional. Sin embargo, un país no será muy competitivo en este ámbito si sus ciudadanos no tienen los bienes y servicios que necesitan y demandan.
2. Una transacción normal del comercio exterior requiere tres documentos fundamentales: carta de crédito, letra a plazo y conocimiento de embarque. La letra a plazo puede convertirse en un instrumento negociable en el mercado de dinero, llamado aceptación bancaria.
3. El descuento de pagarés a mediano plazo (*forfaiting*) es un tipo de financiamiento comercial, con el cual un banco compra con descuento, a un importador, una serie de pagarés en favor del exportador.
4. El Export-Import Bank (Eximbank) brinda asistencia competitiva a los exportadores estadounidenses al otorgarles préstamos directos a los importadores extranjeros, garantías de préstamos y seguro de crédito a los exportadores.
5. El contracomercio internacional gana terreno como instrumento para efectuar transacciones comerciales a nivel mundial. De las cuales existen varios tipos, sólo en algunas se utiliza dinero. En todos ellos el vendedor entrega al comprador productos o servicios a cambio de una promesa recíproca de que la otra parte se los comprará.

TÉRMINOS CLAVE

aceptación bancaria (A/B), 488	descuento de pagarés a mediano plazo (<i>forfaiting</i>), 490	letra a plazo, 488
conocimiento de embarque (C/E), 488	Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos, 491	letra de crédito (L/C), 488
contracomercio internacional, 492		

CUESTIONARIO

1. Comente algunas de las causas por las que el comercio internacional es más difícil y riesgoso que el nacional desde la perspectiva del exportador.
2. ¿Cuáles son los tres documentos básicos para realizar una transacción ordinaria de comercio internacional? Exponga brevemente el propósito de cada uno.
3. ¿Cómo una letra a plazo se convierte en aceptación bancaria?
4. Explique las formas en que el exportador puede recibir el pago en una transacción comercial a nivel mundial, una vez que el banco acepte la letra a plazo y ésta se convierta en aceptación bancaria.
5. ¿Qué es un descuento de pagarés a mediano plazo?
6. ¿Cuál es la función del Export-Import Bank?
7. ¿Piensa que el gobierno debería ayudar a las compañías privadas a efectuar el comercio internacional al otorgarles préstamos directos, garantías de financiamiento y/o seguro de crédito?
8. Explique brevemente los tipos de contracomercio internacional.
9. Exponga algunas ventajas y desventajas de este tipo de transacciones desde la perspectiva del país y de la empresa.
10. ¿En qué se distinguen una recompra y una contracompra?

PROBLEMAS

1. Suponga que una aceptación bancaria de dos millones de dólares vence en 90 días. Suponga además que la comisión del banco importador es 1.25% y que la tasa de mercado es 7% sobre una aceptación a ese plazo. Calcule cuánto recibirá el exportador si mantiene el documento hasta su vencimiento y también cuánto recibirá si lo descuenta con el banco del importador.
2. Una aceptación bancaria de un millón de dólares vence en 120 días. La comisión del banco del importador es 1.75% y la tasa del mercado es 5.75% a ese plazo. ¿Cuánto recibirá el exportador si mantiene la aceptación hasta su vencimiento? ¿Y si la descuenta con el banco del importador? Calcule además el rendimiento equivalente en bonos que el banco recibirá al descontar la aceptación con el exportador. ¿Debería el exportador descontar la aceptación o mantenerla hasta su vencimiento si su costo de oportunidad de capital es 11%?

EJERCICIOS DE INTERNET



En el capítulo se dijo que las aceptaciones bancarias son instrumentos negociables en el mercado de dinero. Quizá el lector desee incluirlas en su portafolio. El Fiscal Agents Financial Services Group es una empresa de asesoría en inversiones que se especializa en ayudar a los inversionistas a estructurar el portafolio para atender sus necesidades. Visite el sitio: www.fiscalagents.com y sabrá lo que los agentes fiscales piensan de la aceptación bancaria como inversión.

MINICASO**American Machine Tools, Inc.**

Εστα εμπρεσα, σιταδα εν ελ.Μεδιο Οριεντε, φαβριχα εθυιπο παρα προδυχιρ ηερραμιεντασ ψ τρο-
 θελεσ. Υν ρεπρεσενταντε δελ γοβιερνο δε Εστονια λε πρεγυντ ία λα χομπα)ία λασ χονδιχιονεσ
 δε πεντα δε υν πεδιδο δε μαθυναρια πορ χινχο μιλλονεσ δε δίλαρεσ. Ελ γερεντε δε πεντασ
 ηαβλ ίχον ίλ, περο νο εστ(σεγυρο δε θυε ελ γοβιερνο λογρε ρευνιρ συφιχιεντε μονεδα φυερτε
 παρα ηαχερ λα οπεραχι ίν. Α διφερενχια δε λα εχονομία δε Εσταδοσ Υνιδοσ θυε ηα πενιδο εν
 χρεχιμιεντο, Αμεριχαν Μαχηνε Τοολσ νο ππο μυψ βυεν α)ο. Σιν δυδα θυε εστα οπεραχι ίν
 λε σερ(δε γραν υπιλιδαδ. Σι αλγο νο σαλε βιεν, προβαβλεμεντε σε περ(οβλιγαδα α δεσπεδιρ
 παρτε δε συ φυερζα χαλφιχαδα δε πεντασ.

¿Se le ocurre alguna forma con la cual American Machine Tools podría lograr la venta de
 maquinaria a Estonia?

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

Anyane-Ntow, Kwabena y Santhi C. Harvey, “A countertrade primer”, *Management Accounting*, abril de 1995, pp. 47-50.

Hammond, Grant T., *Countertrade, offsets and barter in international political economy*, St. Martin’s Press, Nueva York, 1990.

Hennart, Jean-Francois, “Some empirical dimensions of countertrade”, *Journal of International Business Studies*, segundo trimestre, 1989, pp. 243-270.

Marin, Dalia y Monika Schnitzer, “Tying trade flows: a theory of countertrade with evidence”, *The American Economic Review*, núm. 85, 1995, pp. 1047-1064

Neumeir, Shelley, “Why countertrade is getting hot”, *Fortune*, 29 de junio de 1992, p. 25.

Schaffer, Matt, *Winning the countertrade war*, John Wiley and Sons, Nueva York, 1989.

21 Ambiente de los impuestos internacionales

Los objetivos de la tributación

Neutralidad tributaria

Equidad tributaria

Tipos de tributación

Impuesto sobre la renta

Impuesto retenido

Impuesto al valor agregado (IVA)

El ambiente de impuestos nacionales

Tributación mundial

Tributación territorial

Créditos fiscales internacionales

Estructuras organizacionales para reducir las obligaciones fiscales

Ingreso de sucursales y de subsidiarias

Pagos hechos a filiales en el extranjero y recibidos de ellas

Paraísos fiscales

Empresa extranjera controlada

Resumen

Términos clave

Cuestionario

Problemas

Ejercicios de internet

MINICASO: decisión para la ubicación de Sigma Corporation

Bibliografía y lecturas recomendadas

EN ESTE CAPÍTULO nos proponemos ofrecer una breve introducción al ambiente de impuestos internacionales que ayude a las multinacionales en su planeación fiscal y a los inversionistas en activos financieros mundiales. La regulación tributaria es un tema complejo a nivel nacional. Claro que es mucho más complejo en el nivel internacional. Por eso el capítulo se escribió para servir de introducción solamente.

El capítulo se inicia con una explicación sobre los dos objetivos fundamentales de la tributación: neutralidad y equidad impositiva. Una vez puestas las bases teóricas, se abordan los tipos principales de tributación. Luego se indica la forma de gravar los impuestos en el mundo, el propósito de los créditos fiscales internacionales y los tratados fiscales entre las naciones. El capítulo concluye con el examen de varios tipos de estructuras organizacionales cuyo fin es reducir las obligaciones fiscales. Dada la imposibilidad de estudiar en forma exhaustiva la tributación desde el punto de vista de los contribuyentes del país, se adopta necesariamente la perspectiva del contribuyente estadounidense cuando la explicación necesita ser acerca del país en específico.

Algunos problemas se abordaron antes en otros capítulos, por exigirlo así la exposición del tema en cuestión. Por ejemplo, en el capítulo 18 sobre la presupuestación del capital internacional se requería un conocimiento rudimentario de dos conceptos: la tributación mundial por los ingresos activos del extranjero y los créditos fiscales en el extranjero aplicados a una obligación doméstica de las multinacionales. El tema se revisa nuevamente en este capítulo para darle al lector un conocimiento más detallado y estructurado. Además, en el capítulo 19, dedicado a la administración del efectivo multinacional, se investiga la viabilidad de las estrategias de precios de transferencias para aminorar la obligación fiscal de las transnacionales. Este tema no se trata muy ampliamente en el capítulo, pues ya se expuso a fondo en el capítulo 19.

Los objetivos de la tributación

Es necesario estudiar dos objetivos básicos para que tengamos una idea cabal del ambiente de los impuestos internacionales: neutralidad y equidad tributaria.

Neutralidad tributaria

La **neutralidad tributaria** descansa en los principios de la eficiencia económica y de la equidad. La determinan tres criterios. El primero, la **neutralidad de capital-exportaciones** es el criterio de que un impuesto ideal debería recaudar fondos para el gobierno sin ejercer un efecto negativo sobre las decisiones económicas del contribuyente. En otras palabras, un buen impuesto logra captar recursos para el gobierno y no impide darles después el destino más apropiado, sin importar en qué parte del mundo se obtiene la tasa más alta de rendimiento. Por supuesto esta neutralidad se basa en la eficiencia económica mundial.

Un segundo criterio es la **neutralidad de nacionalidad**: el ingreso lo gravan en la misma forma las autoridades fiscales del país, sin importar en qué parte del mundo se percibe. En teoría es un objetivo encomiable, pues se basa en el principio de igualdad. En la práctica, es difícil de aplicar. Por ejemplo, en Estados Unidos el ingreso proveniente del extranjero se grava a la misma tasa que el percibido en el país y se otorga un crédito fiscal contra los impuestos pagados a un gobierno extranjero. Sin embargo, el crédito se limita al monto del gravamen que se pagaría si se percibiera en el país. Por lo tanto, una parte del crédito no se utiliza cuando la tasa pagada sobre el ingreso percibido en el extranjero es mayor que la de Estados Unidos.

Por supuesto, si las autoridades de Estados Unidos no limitan el crédito fiscal en el extranjero a una cantidad equivalente a la que pagan sus contribuyentes, éstos terminarían subsidiando parte del impuesto en que incurren las multinacionales estadounidenses con sus ingresos percibidos en el exterior.

El tercer criterio es la **neutralidad de capital-importaciones**. Significa que la carga fiscal que un país anfitrión impone a una subsidiaria extranjera de una multinacional debería ser igual, independientemente del país donde esta última se haya constituido e igual a la que impone a sus empresas. La implementación de esta neutralidad significa que, si la tasa impositiva de Estados Unidos fuera mayor que la del país donde la multinacional percibió el ingreso, *no* se incurriría en un impuesto adicional sobre un ingreso mayor pagado a la autoridad fiscal extranjera. A semejanza de la neutralidad nacional, este tipo se basa en el principio de la igualdad y su implementación crea un campo competitivo para todos los participantes en un mercado, por lo menos respecto a la tributación. No obstante, la implantación significa que un gobierno soberano aplica las políticas tributarias de las autoridades extranjeras al ingreso que sus multinacionales perciben allí y que los contribuyentes nacionales terminan con el pago de gran parte de la carga fiscal total. Claro que los tres criterios no siempre concuerdan.

Equidad tributaria

La **equidad tributaria** se basa en el principio de que todos los contribuyentes en situaciones similares deberían participar en el costo del funcionamiento del gobierno al acatar las mismas reglas. Desde el punto de vista operativo significa que se aplica la misma tasa fiscal sin importar el país donde la filial de una multinacional percibe el ingreso gravable. Un dólar ganado por una filial en el extranjero se grava con las mismas reglas que el ganado por una filial en el país. Es difícil aplicar el principio de la equidad tributaria, como veremos en una sección posterior la forma corporativa de la multinacional puede influir en el momento en que ocurra la obligación fiscal.

Tipos de tributación

En esta sección estudiaremos los tres tipos fundamentales que los gobiernos del mundo utilizan para generar ingresos: impuesto sobre la renta, impuesto retenido e impuesto al valor agregado.

Impuesto sobre la renta

En muchos países obtienen una parte importante de los ingresos fiscales mediante un **impuesto sobre la renta** a los ingresos personales y corporativos. Éste es un **impuesto directo**, es decir, lo paga directamente el contribuyente. Grava el **ingreso activo**, o sea el que proviene de la producción de una compañía o individuo o de los servicios prestados.

Una de las mejores guías para conocer las regulaciones del ingreso corporativo en la mayoría de las naciones es el anuario de PriceWaterhouseCoopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*. La ilustración 21.1 se basa en los resúmenes del PriceWaterhouseCoopers. Contie-

ILUSTRACION 21.1

Tasas porcentuales del impuesto corporativo en algunos países^a

Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια	Παίς	Τασα τριβυταρια
Αλεμανια	26.38	Διναμαρχια	30	Ισλασζολομιον	30	Πολονια	19
Αντιγαμ/Βαρβυδα	35	Εχραδορ	25	Ισλασζιργιενεσ	30	Πορτυγα	33
Αντλλασ/Ηολανδεσα	34.5	Εσλοπενι	25	Ινγλεσασβ	15/0	ΦυεροΠιχο	39
Αραβια/Σαυδιτα	30	Φσπα/α	35	Ισραε	36	ΡεινοΥνιδο	30
Αργεντινα	35	Εσταδοσ/Υνιδοσ	35	Ιταλι	33	Ρεπ βλιγα/Χηεχα	25
Αυστραλι	30	Εστονια	26	Φαμαια	33.33	Ρεπ βλιγα/Δομινιχανα	28
Αυστρι	34	Φεδεραχι/νΡυσα	24	Θαπ/ν	46.2	Ρεπ βλιγα/Δομινιχανα	25
Αζερβαι/ν	24	Φιφ	31	Καζαριστ(	30	Ρυμανια	27.5
Βαριαμασ	0	Φιλιππινα	32	Κενια	30	ΣανταΛυχία	33
Βαρηειν	0	Φινλανδι	29	Κετια	15	Σιγαπυρ	20
Βαρβαδοσ	36	Φινλανδι	35.46	Λετονια	20	ΣριΛανκα	39.5
Βιλιγια	33.99	Φρανχι	32.5	Λιεχτενστειν	15	Συδφριχα	30
Βερμυδοσ	0	Φρηνα	35	Λιτουανια	15.75	Συεχια	28
Βολιπι	25	Γρεχια	31	Λυξεμβυργο	28	Συιζα	30
Βοσωνα	25	Γυατεμαλα	35	Μαχαο	35	Σωαζιλανδια	40
Βρασι	33.76	Γυψανα	30	Μαλασι	25	Ταηιτ	30
Βρυνει/Δαρυσσ/αλαμ	30	Ηονδυρασ	17.5	Μαλατα	33	Ταιλανδι	25
Βυλαρια	19.5	ΗονγκΚονγ	16	Μαυριτανια	32	Φατω/ν	30
Χαμβονα	20	Ηυνγρία	35.875	Μιξιχο	35	Τανζανια	30
Χαναδ(	33.1	Ινδια	30	Μοζαμβιθε	28	Τρινιδαδ/ν/Γοβαγο	33
Χηιλε	17	Ινδονεσια	25	Ναμιβια	30	Τυρθυί	25
Χηινα	33	Ιρ/ν	12.5	Νορνεγα	33	Φχρανια	30
Χηιπε	15	Ιρλανδα	18	Νυεσπ/Χαλεδονια	30	Υγανδα	35
Χολομβια	36.7	Ισλαδε/Λ/Ηομβε	0	Νυεσπ/Ζελανδα	30	Υρυνγυαφ	18
Χονγο	40	Ισλασ/Χαμ/ν	20	Ομ/ν	34.5	Υζβεκιστ/ν	34
Χορεα	29.7	Ισλασδε/Λ/Χαναλ	20	Παίσσεσ/Βαφο	30	φενεζυελα	28
Χοσταδε/Μαρφιλ	35	, Γυερνεσφ	20	Ριαναμ(	41	ζιετναμ	35
Χοστα/Πιχα	30	Ισλασδε/Λ/Χαναλ	20	Παθβιστ/ν	30	Ζαμβια	30.9
Χροαχια	20	, Θερσεμ	20	Παραγυα	30	Ζιμβαβυε	
		Ισλασ/Φαρο	20	Περ |	30		

^a Λαταβι/αχογιενε/ελαστασ/αστριβυταριασ/μαργιναλ/εσνορμάλ/εσ, εστ(νδ/αρο/ρεπρ/εσεν/τα/τι/πασ/δε/λεξ/τρεμιοσ/π/εριο/ρα/π/ι/χα/β/λ/ε/σ/α/λ/ε/σ/α/σ/εμ/πρ/ε/σ/α/σ/νο/φ/ι/να/ν/χ/ι/ε
^β Εξ/ε/σ/ε/σ/α/σ/ι/ρ/γ/ε/ν/ε/σ/υ/α/σ/ο/μ/π/α/ι/ι/α/ν/ο/λ/α/λ/α/χ/ο/ν/σ/ι/τ/ι/ν/ο/μ/τ/ρ/α/σ/α/ν/ο/μ/α/λ/ε/σ/α/τ/ε/ε/ν/α/δ/ε/μ/π/ε/σ/ο/σ/.

Φυενη: υλοσ/τραχι/ν/β/α/σ/α/δ/α/ν/Π/ρι/χ/ε/Ω/α/τ/ε/ρ/η/ο/υ/σ/ε/Χ/ο/ο/π/ε/ρ/σ/ε/Χ/ο/ρ/η/ο/ρ/α/τ/ε/Τ/α/ξ/ε/σ/Α/ο/ρ/λ/δ/ο/ι/δ/ε/Σ/υμ/μ/α/ρ/ι/ε/σ/2004.

ne las tasas normales, estándar o representativas marginales del extremo superior de las empresas domésticas no financieras en 113 países. Como se aprecia, varían desde un porcentaje cero en los paraísos fiscales (Bahrein, Bermudas, Islas Vírgenes e Islas Caimán) hasta un porcentaje de 40% en algunas naciones. La tasa marginal actual de 35% en Estados Unidos se sitúa hacia el extremo superior de las establecidas por la mayor parte de las naciones.

Impuesto retenido

El impuesto retenido grava el ingreso pasivo que un individuo o una empresa de un país obtiene bajo la jurisdicción fiscal de otro. El **ingreso pasivo** incluye los dividendos e intereses, las regalías, patentes y derechos de autor percibidos por el contribuyente. Este tipo de gravamen es un **impuesto indirecto**: el impuesto lo paga un contribuyente que no generó directamente el ingreso que sirve de fuente del ingreso pasivo. El impuesto se retiene de los pagos que la empresa hace al contribuyente y que entrega a la autoridad fiscal local. Garantiza a la autoridad que recibirá el impuesto correspondiente al ingreso pasivo ganado dentro de su jurisdicción.

[www.taxesites.com/
international.html](http://www.taxesites.com/international.html)

www.taxup.com

Estos sitios web ofrecen información fiscal y contable por país.

Muchos países tienen **tratados fiscales** que estipulan la tasa de retención que se aplica a diversas clases de ingreso. La ilustración 21.2 contiene las tasas *básicas* que Estados Unidos impone a otros países mediante esos tratados. En algunos tipos de ingreso pasivo, las tasas no siempre coinciden con las de la ilustración.¹ Las tasas especificadas en los tratados son bilaterales, es decir, dos países acuerdan las tasas que aplicarán a varias categorías del ingreso pasivo, mediante una negociación.

En la ilustración 21.2 se indica que, según la categoría del ingreso pasivo, las tasas del impuesto retenido fluctúan entre 0 y 30%. Conviene puntualizar que las tasas varían mucho entre los países dentro de una categoría. Por ejemplo, en Estados Unidos se retiene 0% sobre el ingreso por intereses de los contribuyentes que residan en la mayoría de los países de Europa occidental y 30% a los que residan en Paquistán. Se observa, asimismo, que se retiene 30% del ingreso pasivo a los que residan en naciones donde no existen los tratados correspondientes. En la ilustración 21.2 se observa que conforme al tratado de retención en un país, la tasa *general* sobre los dividendos pagados a beneficiarios con la inversión en portafolio de una compañía estadounidense, suele ser mayor que la tasa *directa* de dividendos aplicada a los inversionistas que poseen una parte importante de la propiedad.

Impuesto al valor agregado (IVA)

[www.eurunion.org/legislat/
VATweb.htm](http://www.eurunion.org/legislat/VATweb.htm)

En este sitio web se exponen los aspectos prácticos del impuesto al valor agregado en la Unión Europea.

Es un impuesto nacional indirecto sobre el valor agregado en la producción de un bien (o servicio) a medida que pasa por las etapas de producción. Se implementa de varias formas. El “método de sustracción” se aplica normalmente en la práctica.

El impuesto al valor agregado se ha convertido en una importante manera de gravar a los particulares en muchos países de Europa (especialmente los que pertenecen a la Unión Euro-

EJEMPLO 21.1

Cálculo del impuesto al valor agregado (IVA) A manera de ejemplo del método de sustracción con que se calcula, supongamos un IVA de 15% sobre un bien de consumo que pasa por tres etapas de producción. Supongamos que la etapa 1 es la venta de las materias primas al fabricante, con un costo de €100 por unidad de producción. En la etapa 2 el producto terminado se embarca a los detallistas a un precio de €300. En la etapa 3 se vende al consumidor final en €380. Se agregó un valor de €100 en la etapa 1, lo que da por resultado un IVA de €15. En la etapa 2 el IVA es 15% de €300 (€45), con un crédito de €15 contra el valor agregado en la etapa anterior. En la etapa 3 el IVA adicional es €12 sobre los €80 del valor agregado por el detallista. Puesto que el consumidor final paga €380, en realidad paga el IVA total de €57 (€15 + €30 + €12), que equivale a 15% de €380. Claro que el IVA equivale a imponer un impuesto nacional a las ventas. El cálculo del IVA se resume en la ilustración 21.3

¹ Consúltense un ejemplo de las tasas de impuestos retenidos en 2004 PriceWaterHouseCoopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*.

ILUSTRACIÓN 21.2

Tasas porcentuales de impuestos retenidos de los tratados fiscales de Estados Unidos con algunos países^a

Παίς	Ιντερψ παγαδο πορ χοντριβυπεντες δε Εσταδος Υνιδος: γενεραλ	Διπιδενδος ^β		
		Παγαδο πορ εμπρεσας δε ΕΥ: γενεραλ	Συφετος α λα τασα διρεχτα δε διπιδενδος	Ρεγαλίσ ^γ
Αλεμανια	0	15	5	0
Αυστραλια	10	15	5	0
Αυστρια	0	15	5	0
Βαρβαδος	5	15	5	5
Βίλγχα	15	15	5	0
Χαναδ	10	15	5	0
Χηνα, Ρεπ βλιχα Ποπωλαρ δε Εσταδος Ινδεπενδιεντες	10 0	10 30	10 30	10 0
Χηπρε	10	15	5	0
Χορεα, Ρεπ βλιχα δε	12	15	10	15
Διναμαρχα	0	15	5	0
Εγιπτο	15	15	5	0
Εσλοπενια	5	15	5	5
Εσπα)α	10	15	10	8
Εστονια	10	15	5	5
Φίλιππασ	15	25	20	15
Φινλανδια	0	15	5	5
Φραγκια	0	15	5	5
Γρεχια	0	30	30	0
Ηυγγρ)α	0	15	5	0
Ινδια	15	25	15	10
Ινδονεσια	10	15	10	10
Ιρλανδα, Ρεπ βλιχα δε	0	15	5	0
Ισλανδια	0	15	5	0
Ισραελ	17.5	25	12.5	15
Ιταλια	15	15	5	10
Θαμαιχα	12.5	15	10	10
Θαι βν	10	10	5	0
Καζαριστ)ν	10	15	5	10
Λετονια	10	15	5	5
Λιτωανια	10	15	5	5
Λυξεμβουργο	0	15	5	0
Μαρρεχεος	15	15	10	10
Μίξιχο	15	10	5	10
Νορνεγα	0	15	15	0
Νυεπια Ζελανδα	10	15	15	10
Πα)σεσ Βαφος	0	15	5	0
Πα)σεσ σιν τραταδο	30	30	30	30
Παθυστ)ν	30	30	15	0
Πολονια	0	15	5	10
Πορτογαλ	10	15	5	10
Ρεινο Υνιδο	0	15	5	0
Ρεπ βλιχα Χηεχα	0	15	5	10
Ρεπ βλιχα Εσλοπαχα	0	15	5	10
Ρουμανια	10	10	10	15
Ρυσια	0	10	5	0
Συδ)φριχα	0	15	5	0
Συεχια	0	15	5	0
Συιζα	0	15	5	0
Ταιλανδια	15	15	10	8
Τρινιδαδ ψ Τοβαγο	30	30	30	15
Τινεζ	15	20	14	10
Τυρθ)α	15	20	15	5
Υχρανια	0	15	5	10
Χενεζυελα	10	15	5	5

^a Λα ιλυστραχι βν χοντιενε λασ τασασ β)σιχας δε ρεπνεχι βν δε λος τραταδος; χονσ)λτενσε εν λα φυεντε ορηνιαλ λασ ε)χεπχιονεσ ψ λασ τασασ απ)χοβ)εσ α)χασοσ εσπεχιαλεσ.

^β Εν Εσταδος Υνιδος νο σε γραπαν)λος διπιδενδος παγαδος πορ υνα εμπρεσα εσταδουνιδενσε θυε ρεχ)βε πορ λο μενοσ 80% δε συ ινγεροσ βρυτο δε υνα τρανσναχιονιαλ αχ)πια εν ελ περιοδο δε 3 α)οσ αντες δε λα δεχ)λαραχι βν δε διπιδενδος.

^γ Ρεγαλ)ασ: λα τασα εσ δισπιντα σι προπινεν δε ινδυστριαλ)χινεματογραφ)α ψ τελεισι βν)οτροσ.

Φυεντε: Πριχε)λατερηουσε Χοοπερσ, Χορπαρε Ταξεσ)Ορολ)δοιδε Συμμ)αριεσ, 2004, π. 899-903. Ρε ιμπρεσα χονατοριζ)αχι βν.

ILUSTRACIÓN 21.3**Κάλυλο του ιμυεωτο αλ
υαλο αγρεγαδο**

Εταπα δε προδυχι (ν	Πρεχιο δε ωεντα	αλοο αγρεγαδο	ΙαΑ ιυχιρεμενταλ
1	€100	€100	€15
2	€300	€200	€30
3	€380	€80	€12
			ΙαΑ ωαλ €57

pea) y también en las de América Latina. Los economistas lo prefieren al impuesto sobre la renta, porque éste desincentiva el trabajo, mientras que el impuesto al valor agregado desalienta el consumo superfluo. Además, impulsa el ahorro nacional y en cambio el impuesto sobre la renta tiene el efecto contrario porque grava los ahorros. Para las autoridades fiscales es más fácil recaudarlo que el impuesto sobre la renta porque se dificulta más la evasión. Además, las etapas del proceso productivo cuentan con un incentivo para obtener la documentación de la etapa anterior en que pagaron el IVA, a fin de conseguir el mayor crédito fiscal posible. No falta quienes señalen que el costo de llevar los libros significa en este caso una carga económica para la pequeña empresa.

Un problema del impuesto al valor agregado —especialmente en la Unión Europea— radica en que no todas las naciones imponen la misma tasa. Por ejemplo, en Dinamarca es 25% y en Alemania apenas 16%. En consecuencia, los consumidores que viven en una nación con tasa alta pueden adquirir productos más baratos con sólo comprar en un país donde el impuesto sea menor. En efecto, *The Wall Street Journal* publica que los daneses a menudo *exigen* el IVA más bajo de Alemania en sus compras.² El problema terminará por resolverse o al menos mitigarse en los países de la Unión Europea, pues se prevé que las tasas se armonizarán entre ellos. En el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “El terrible espectro de la TRIBUTACIÓN” se da una explicación interesante sobre la implantación del IVA en Estados Unidos como un instrumento de la reforma fiscal.

El ambiente de los impuestos nacionales

El ambiente internacional que enfrentan una multinacional o un inversionista internacional depende de la jurisdicción fiscal creada por el país, donde la multinacional opera o donde el inversionista tiene sus activos financieros. Hay dos tipos fundamentales de jurisdicción: la *mundial* y la *territorial*. Si no se establecen algunos mecanismos para evitarla, habría una doble tributación si en todo el mundo se aplicaran ambos al mismo tiempo.

Tributación mundial

El método **mundial** o **residencial** de declarar una jurisdicción nacional consiste en gravar el ingreso mundial de los habitantes del país, sin importar en que país lo obtengan. La autoridad fiscal, de acuerdo con este método, declara su jurisdicción sobre los individuos y las empresas. Se gravará en el país de origen el ingreso que en el interior o en el exterior consigue una multinacional con muchas filiales en el extranjero. Obviamente, si los países anfitriones también gravan el que se obtiene dentro de sus fronteras, existe la posibilidad de doble tributación salvo que se cree un mecanismo para evitarlo.

Tributación territorial

El método **territorial** o de **fuentes** con que se declara una jurisdicción fiscal consiste en gravar todos los ingresos percibidos dentro del país por un contribuyente nacional o extranjero. Así pues, sin importar la nacionalidad del contribuyente, ese país los gravará cuando se obtienen dentro de las fronteras. La autoridad fiscal declara su jurisdicción sobre las transacciones

² Consúltese a Horwitz (1993).



El terrible espectro de la TRIBUTACIÓN

Σι ελ λεχτορ πυδιερα χρεαρ υν σιστεμα τριβυταριο ναχιοναλ, Γστε σε παρεχερῆ α μυψ ποχο αλ δε Εσταδος Υνιδος. Παρμιτιρῆ α λασ περσονας ψ α λασ εμπρεσας χαλχυλαρ ρ(πιδα ψ φ(χιλμεντε συς μι- πυεστος σιν νεχεσιδαδ δε αχυδιρ α υν χονταδορ, α υν αβογαδο ο υν προγραμα δε χομπυταχι Γν. Γενεραρῆ α λος μισμοσ ινγρεσος θυε ελ σιστεμα αχτυαλ παρα θυε λος γαστος δελ γοβιερνο νο σε ρεδυφεραν δρ(στιχαμεντε δε ινμεδιατο ο εν αβσολυτο, σεγ Γν συ πρεφερενχια περσοναλ. Περο αηορραρῆ α ταντο αλ γοβιερνο χομο α λος χοντριβυπεντες λος μιλεσ δε μιλλονεσ θυε γασταν χαδα α)ο εν λα πλανεαχι Γν φισγαλ, εν λα πρεπαραχι Γν δε χομπλερασ δεχλαραχι- νεσ, εν αυδιτοριασ ψ φυιχιος.

¿Qué es lo justo?

Ελ λεχτορ προχυραρῆ α θυε ελ νυεπο σιστεμα συμπλιφιαδο φυεσε φυ- στο, περο προντο δεσχυβριρῆ α θυε λα ιδα δε λο εθυιτατιπο εσ εντερα- μεντε συβρεπωα. Αλγυνοσ πιενσαν θυε λα τριβυταχι Γν προγρεσιτωα □ιμπυεστος μ(σ αλποσ α ινγρεσος μαψορεσ □ εσ λα εσενχια δε λα εθυιδαδ φισγαλ. Οτροσ πιενσαν θυε σιγνιφια γραπωρ χαδα δ Γλαρ χον λα μισμα τασα. Θυιζ(παρα υστεδ σιγνιφιθυε χαργαρ ελ μισμο ιμπυεστο αλ ινγρεσο προχεδεντε δε διπερσασ φυεντες. Περο ηαψ θυιενεσ χρεεν θυε ελ ινγρεσο δε λα ινπερσι Γν δεβερῆ α παγαρ υνα τασα μ(σ αλτα ο μ(σ βαφα θυε ελ θυε σε οβτιενε δε συελδοσ ψ σαλαριοσ.

Εν οπινι Γν δε αλγυνοσ, υν χ Γδιγο φισγαλ φυστο οφρεχε αβυνδαν- τεσ ινχεντιποσ α λα χονδυχα θυε φυζγαν σοχιαλμεντε αχεπταβλε: χασαρσε, προχεαρ, ποσεερ υνα χασα, δαρ δονατιποσ παρα οβρασ δε χαριδαδ, ινπερτιρ ψ αηορραρ παρα λα ρυβιλαχι Γν. Λο μισμο πιαε εν ελ χασο δε λασ εμπρεσασ: λος ινχεντιποσ παρα χομπαραρ εθυιπο νυε- πο, παρα χοντραταρ μ(σ περσοναλ, παρα περφοραρ υν ποζο πετρολερο ο παγαρ υν σεγυρο δε γαστος μ Γδιχοσ. Σ Γλο πορ χιαρ αλγυνοσ εφεμπλοσ. Περο οτροσ εστ Γν χονπενχιδος δε θυε υν χ Γδιγο φυστο περμιτε α λος ινδιπιδουσ ψ α λασ εμπρεσασ γασταρ ελ δινερο χομο λεσ πλαζχα. Πορ λο ταντο, δεβερῆ αν αβολιρσε τοδασ λασ δεδυχχιονεσ πορ βιεν ιντενχιοναδασ θυε σεαν.

Αλγυνοσ ρεφορμαδορεσ αμβιχιοςσοσ ασεγυραν θυε ελ ινγρεσο σοβρε λα ρεντα δεβερῆ α ρεμπλαζαρσε (ο ρεδυχιρεσ ψ χομπλε- μενταρσε) χον υν ιμπυεστο ναχιοναλ σοβρε λασ πεντασ αλ δεταλλε χοβραδο πορ λος χομερχιαντες. Ασ(σε εστιμυλαρῆ α ελ αηορρο αλ γραπωρ ταν σ Γλο ελ χονσυμο. Λα χαργα δε λα χλασε μεδια ψ δε λος ποβρεσ σε αληγαρῆ α αλ ρεδυχιρ αλγυνοσ ιμπυεστος σοβρε πεντασ

ο αλ εξενταρ λος αλιμεντοσ, λα ροπα ψ λα μεδιχινα. Οτροσ πρεφιερεν υν ΙζΑ αλ εστολο ευροπεο: σε γραπων λος βιενεσ ψ σερπιχιος εν λασ εταπασ δε προδυχι Γν ψ σε ιντεγραν εν υν πρεχιο φιναλ. Αλ τραπαρε δε υνα εχονομῆ α εν χρεχιμιεντο, ελ ΙζΑ ποδρῆ α γενεραρ ενορμεσ χαντιδαδεσ δε δινερο εν υνα φορμα χασι ινπισβλε παρα λος χοντρι- βυπεντες: σερῆ α παραχτιπο παρα αλγυνοσ μιμεβροσ δελ Χονγρεσο περο αταρρα α οτροσ.

Υν ιμπυεστο Γνχο δε 16% ο 17% εν Εσταδος Υνιδος ποδρῆ α αχομπα)αρσε δε υνα αλτα δεδυχχι Γν γενεραλ θυε εξενταρα α λασ περσονασ δε εσασσοσ ινγρεσσοσ ψ ταμβι Γν α μιλλονεσ δε φαμιλιασ δε ινγρεσσοσ βαφοσ ψ μεδιανοσ. Περο ελ Χονγρεσο νο θυισο αβολιρ τοδασ λασ δεδυχχιονεσ δεταλλαδασ, εντρε ελλασ αλγυνας ταν πο- πυλαρεσ χομο λα δεδυχχι Γν δε λος ιντερεσεσ ηιποτεχαριοσ ψ λος δονατιποσ παρα οβρασ δε χαριδαδ; ασ(θυε λα τασα Γνχα προβαβλε- μεντε σε υβιχαρῆ α εν ελ ρανγο ιντερμεδιο δε 20% παρα προδυχιρ ελ νιπελ αχτυαλ δε ινγρεσσοσ. Ιρ Γνιχαμεντε, λος χονσερπαδορεσ λε ρεσταν προβαβιλιδαδεσ α συ ρεφορμα πρεφεριδα □ελ ιμπυεστο Γν- χο □ χαδα πεζ θυε χονπενχεν αλ Χονγρεσο παρα θυε ρεδυζχα λος ιμπυεστος δελ χ Γδιγο πιγεντε. Υν εφεμπλο δε ελλο εσ λα ρεχι Γν απροβαδα τασα δε 15% σοβρε διπιδενδοσ.

Σεγυραμεντε ελ λεχτορ ψα αδιπιν Γπορ θυ Γ παρα λος εσταδου- δενσεσ λα ρεφορμα φισγαλ α φονδο εσ υν βυενα ιδα εν τεορῆ α, περο νο σαβεν χυλ αχεπταρ.

Consecuencias funestas

Αλ επαλυαρ λασ περσπεχτιπωσ δε υνα ρεφορμα τριβυταρια α φονδο, ρεχυερδε θυε ηαχε απενασ 25 α)οσ λασ τασασ μ(ξιμασ μαργι- νολασ δε 70% ψ λασ μ(σ αλτασ εραν χομυνεσ εν λασ δεμοχραχιασ οχχιιδενταλεσ. Σε ενχυεντραν ρεδυχιδασ α λα μιταδ, λογορ πολ(χο ρεαλμεντε ενχομιαβλε. Περο λασ σιγνιεντεσ ιδαεσ ρεφορμαδορασ □ελ ιμπυεστο Γνχο, ελ ιμπυεστο ναχιοναλ α λασ πεντασ ψ ελ μι- πυεστο αλ παλορ αγρεγαδο □ τιενεν εφεχτοσ εχοι Γμυχοσ μυχηο μ(σ οσαδοσ ψ ατερραδορεσ θυε λασ ρεδυχχιονεσ δε λα τασα δυραντε λα δ(χαδα δε 1980. Εν χονχλυσι Γν, εν χασο δε πρεσχινδιρ αηορα δε συσ μ Γριτοσ εσ μυψ ποχο προβαβλε θυε λασ απρυεβεν. Λα μα- ψορ παρτε δελ πνεβλο εσταδουνιδενσε πρεφιερε ελ δεμονιο θυε χονοχεν α υνο θυε ταν σ Γλο πυεδεν ιμαγιναρ.

Φυεντε: Κνηητ Κιπλινγερ, *Κιπλινγερσ Παρσοναλ Φινανζε*, νοπιεμβρε δε 2004, εφεμπλαρ 11 δελ σπολυμεν 58, π. 58.

efectuadas en su territorio. En consecuencia, se grava el ingreso en el país *fuentes* tanto de las empresas locales como de las filiales de las multinacionales. Por supuesto, cuando el país de origen también grava el ingreso a nivel mundial, existirá la posibilidad de la doble tributación salvo que se cree un mecanismo para evitarlo.

el extranjero.³ En términos generales, los créditos fiscales se clasifican en directos e indirectos. Los créditos *directos* en el extranjero se calculan a partir de los impuestos directos sobre el ingreso activo de una sucursal que una multinacional estadounidense tenga en el exterior o sobre los impuestos indirectos retenidos del ingreso pasivo distribuido por la subsidiaria a la compañía matriz. En las subsidiarias que la multinacional estadounidense tenga en el exterior, se calcula un crédito *indirecto* para los impuestos que se *juzguen pagados* por la propia subsidiaria. El crédito fiscal ya pagado corresponde a la parte de la distribución de las utilidades disponibles que realmente se repartieron. Por ejemplo, si una subsidiaria de participación extranjera total paga dividendos equivalentes a 50% de los impuestos que la subsidiaria paga sobre el ingreso obtenido en el exterior.

En un año fiscal cualquiera, una *limitación global* se aplica a los créditos fiscales internacionales; el máximo total del crédito depende del monto del impuesto que se cargue al ingreso procedente de fuentes extranjeras, en caso de que se hubiera obtenido en Estados Unidos. El crédito máximo se calcula sobre el ingreso mundial de fuentes externas, las pérdidas en un país se compensan con las utilidades conseguidas en otro. El exceso del crédito de un año fiscal puede trasladarse dos años atrás y cinco años adelante. En la siguiente sección se dan ejemplos de cómo se calculan los créditos fiscales de una sucursal de Estados Unidos en el extranjero y también sus operaciones. No es necesario incluir el impuesto al valor agregado al calcular el crédito, pero se gastan indirectamente como parte del costo de un bien o servicio.

Los inversionistas estadounidenses pueden recibir un crédito por los impuestos retenidos que se dedujeron de los dividendos y del ingreso por intereses devengados de los activos financieros internacionales de su portafolio.

Estructuras organizacionales para reducir las obligaciones fiscales

Las naciones gravan el ingreso procedente del exterior de sus multinacionales en forma diferente. Además, independientemente de los objetivos comunes de la neutralidad y la equidad fiscal, las formas de estructurar una multinacional en un país pueden originar diversas obligaciones. Por lo tanto, los ejecutivos deben familiarizarse con varias estructuras que les ayuden en las etapas del ciclo de vida de la empresa para disminuir las obligaciones fiscales. Lo que en seguida diremos sobre las estructuras se relaciona con las normas tributarias de Estados Unidos.

Ingreso de sucursales y de subsidiarias

Una filial internacional de una multinacional de Estados Unidos puede organizarse como sucursal o como subsidiaria. Una **sucursal internacional** no es una compañía independiente ni separada de la compañía matriz; realmente es una extensión de ella. En consecuencia, el ingreso activo o pasivo que la compañía matriz recibe del exterior debe repatriarse. Una **subsidiaria internacional** es una filial de la multinacional constituida independientemente en el extranjero y en la cual la multinacional posee por lo menos 10% de las acciones comunes con derecho a voto. Recibe el nombre de *subsidiaria internacional minoritaria* o *transnacional no controlada* cuando la multinacional estadounidense posee más de 10%, pero menos de 50% de dichas acciones. Un ingreso activo y pasivo del exterior procedente de fuentes externas se grava en Estados Unidos sólo cuando se envía a la compañía matriz mediante un dividendo. La *empresa extranjera controlada* es aquella en que la multinacional posee más de 50% de las acciones con derecho a voto. El ingreso activo obtenido así de una empresa controlada se grava en Estados Unidos sólo cuando se remite a la multinacional; en cambio, el ingreso pasivo se grava al ganarse, a pesar de que no haya sido repatriado. Más adelante en esta sección hablaremos con mayor detenimiento de las empresas extranjeras controladas.

³ En general, Kuntz y Peroni (1994) señalan que Estados Unidos ejerce una “jurisdicción fiscal limitada sobre los no residentes y las transnacionales. Los residentes pagan impuestos únicamente sobre el ingreso que tenga un nexo bastante estrecho con el país”.

ΕΓΕΜΠΛΟ21.2

Κάλculos del crédito fiscal internacional La ilustración 21.4 contiene ejemplos de estos cálculos en el caso de una sucursal en el extranjero y de una subsidiaria completamente propiedad de una multinacional estadounidense ubicada en Finlandia y Paquistán. Se utilizan las tasas del actual impuesto nacional sobre la renta que se incluyen en la ilustración 21.2, así como las de los tratados referentes a los impuestos retenidos respecto a Estados Unidos. Finlandia y Paquistán gravan el ingreso de las sucursales internacionales a la misma tasa que el ingreso gravable nacional. Los ejemplos muestran una obligación fiscal total de 100 dólares sobre el ingreso gravable extranjero cuando puede o no utilizarse el exceso de los créditos fiscales internacionales. Por lo regular se trasladan dos años hacia atrás y cinco hacia adelante. Los ejemplos suponen que *todos* los ingresos del exterior disponibles para enviarse se remiten de inmediato a la compañía matriz en Estados Unidos.

La ilustración 21.4 indica que, cuando la multinacional de Estados Unidos, puede utilizar íntegramente el exceso del crédito fiscal, la obligación tributaria global es 35 dólares por 100 del ingreso internacional gravable (35%), la misma cantidad adeudada sobre 100 dólares del ingreso gravable obtenido en Estados Unidos. Esto es así: (1) sin importar en qué país se halle la filial internacional, (2) sin importar si se fundó como sucursal o como subsidiaria y (3) sin el impuesto sobre la renta y las tasas de impuestos retenidos. Una multinacional que habitualmente genera un exceso de créditos fiscales internacionales nunca podrá utilizarlos en el tiempo permitido. Así pues, la situación más común es que prescinda de ellos.

Cuando eso sucede, la obligación fiscal internacional de una sucursal es mayor que la que se incurre en Estados Unidos cuando la tasa tributaria del exterior es más alta que la de 35% en ese país. En el caso de una subsidiaria internacional la obligación será mayor que la obligación correspondiente en Estados Unidos cuando: [obligación fiscal en el extranjero tasa de impuestos retenidos (tasa tributaria sobre la renta en el extranjero tasa de impuestos retenidos)] es mayor que la tasa del impuestos sobre la renta de 35% vigente en Estados Unidos. Pongamos un ejemplo, una subsidiaria internacional en Paquistán cuyo exceso de crédito no puede utilizarse tiene una obligación fiscal total de 0.41 0.0375 (0.41 0.0375) 0.4321, o sea 43.21% frente a 35% en Estados Unidos.

ΙΛΥΣΤΡΑΧΙΟΝ 21.4

Εγέμπlos de cómo calcular en Estados Unidos los créditos fiscales en el extranjero de las sucursales y de las subsidiarias

	Φινλανδία		Παθυσίτ(ν)	
	Συγχορσαλ	Συβσίδιαρία	Συγχορσαλ	Συβσίδιαρία
Τασα τριβυταρία εν ελ εξτρανφερο	29%	29%	41%	41%
Τασα δε ιμπευστος ρετενιδος	N/A	5%	N/A	3.75%
Ινγρεσο γραπαβλε	100	100	100	100
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα εν ελ εξτρανφερο	29	29	41	41
Νετο δισπονιβλε παρα εντῆο	71	71	59	59
Τασα δε ιμπευστος ρετενιδος ^α	0	4	0	2
Εφεχίτισο νετο α λα ματριζ Εσταδος Υνιδος	71	67	59	57
Ινγρεσο βρυτο: ιμπευστο σοβρε λα ρεντα	29	29	41	41
Ινγρεσο βρυτο: ιμπευστο ρετενιδο	0	4	0	2
Ινγρεσο γραπαβλε εν Εσταδος Υνιδος	100	100	100	100
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα εν Εσταδος Υνιδος αλ 35%	35	35	35	35
Μενος χρῆδιτο φισχαλ ιντερναχιοναλ:				
Ιμπευστο σοβρε λα ρεντα	29	29	41	41
Ιμπευστο ρετενιδο	0	4	0	2
Ιμπευστο νετο Εσταδος Υνιδος (εξχεσο δε χρῆδιτο)	6	2	(6)	(8)
Τοταλ ιμπευστο: εξχεσο δε χρῆδιτο υσαδο	35	35	35	35
Τοταλ ιμπευστο: εξχεσο δε χρῆδιτο νο υτιλιζαδο	35	35	41	43

^α Σε συπνε θυε σε δεχλαρα χομο διπιδενδο ελ 100% δε λος φονδος δισπονιβλεσ παρα ενπαρσε.

El ejemplo anterior indica que los directivos de una multinacional deben tener conocimiento de las tasas actuales que imponen los países anfitriones al decidir donde instalar sus filiales. Más aún, en la ilustración se muestra que puede haber una diferencia en la obligación fiscal debido al ingreso de fuentes extranjeras, según la estructura organizacional que se elija para la filial. De esta forma, los directivos tienen que conocer las diferencias fiscales de un país en particular cuando decidan si estructuran la compañía como sucursal o como subsidiaria. Por ejemplo, a menudo las filiales de creación reciente arrojan pérdidas operativas en los primeros años. En caso de que esa situación sea la esperada, quizá convenga que para una multinacional de EU establecer en el extranjero una sucursal, pues las pérdidas operativas de ésta se consolidan con las ganancias de la multinacional con fines fiscales. De manera alternativa, cuando el ingreso procedente del exterior debe reinvertirse allí para ampliar las actividades, quizá convenga más organizarse como subsidiaria minoritaria si la tasa tributaria internacional es menor que la de Estados Unidos, porque la obligación fiscal en ese país puede diferirse hasta que la subsidiaria envíe un dividendo.

Pagos hechos a filiales en el extranjero y recibidos de ellas

En el capítulo 19 se presentaron las estrategias de precios de transferencia que ayudan a una multinacional estadounidense a reducir al mínimo sus obligaciones fiscales globales. Expusimos a fondo el tema, de modo que en este capítulo nos limitaremos a resumir los puntos principales. Recuérdese que un *precio de transferencia* es el valor contable asignado a un producto o servicio al ser trasladado de una filial a otra. Dijimos que, cuanto más alto sea el precio, mayor será la división de la transferencia respecto a la división receptora. De ahí la utilidad de aplicar una política del margen de ganancia en los productos y servicios trasladados de la compañía matriz a la filial internacional, cuando el impuesto sobre la renta del país anfitrión sea más grande que la del país de la compañía matriz, ya que quedará menos ingreso gravable en el primero. Pero cuando el país de la compañía matriz tiene una tasa más elevada, no se advierte claramente que una política de margen pequeño de ganancia sea lo más conveniente. Como se grava el ingreso mundial de las multinacionales estadounidenses, las utilidades repatriadas de un país de impuestos bajos deberían acrecentar el monto adicional gravable en Estados Unidos. En cambio, si se necesitaran las utilidades retenidas procedentes del exterior para reinvertirlas en el país anfitrión, con una política de margen bajo se obtendrían ahorros fiscales (al asumir, naturalmente, que no se grave con tasas altas las utilidades no repartidas).

En el capítulo 19 dijimos que las autoridades gubernamentales conocen bien los esquemas de precios de transferencia, mediante los cuales las multinacionales reducen sus obligaciones fiscales en todo el mundo; la mayoría de las naciones tienen normas que controlan dichos precios. Esas regulaciones señalan que los precios deben reflejar el *precio de libre competencia*, esto es, el que la filial debería cobrar por el bien o servicio a un cliente ajeno a ella. Sin embargo, a menudo es difícil establecer ese precio y evaluarlo. Existe, pues, una ventana de oportunidad y posibilidad de cierto manejo para que una multinacional aplique las estrategias de precios de transferencia a fin de disminuir su obligación fiscal a nivel mundial.

Paraísos fiscales

Una nación de **paraísos fiscales** tiene una tasa baja de impuestos corporativos y de utilidades retenidas sobre el ingreso pasivo. Algunas de las que aparecen en la ilustración 21.1 son Bahamas, Bahrein, Bermudas, Islas Vírgenes, Islas Caimán, Islas Canal (Guernsey y Jersey), Hong Kong y la Isla del Hombre. Además, el ingreso procedente del exterior está exento en Hong Kong y Panamá.

En Irlanda y Antillas Holandesas se conceden incentivos fiscales o exenciones especiales a las empresas que obtengan moneda fuerte o que desarrollen mercados de exportación. En Puerto Rico, a algunas empresas se les otorga una tasa reducida de 7% aplicable al ingreso del desarrollo industrial; en algunos casos la disminución puede llegar a 0%. A las compañías matrices se les exige de ciertos impuestos sobre la renta en Liechtenstein y muchas veces en Suiza.



Mientras en Estados Unidos fracasan las compañías de comercio electrónico, registran un verdadero auge en las Bermudas

Ηαμίλτον, Βερμυδάς. Οπερανδο δεσδε υν χεντρο δε χοντρολ α πρνεβα δε ηυραχανεσ εν υνα εξ βασε μιλιταρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ, Παπεν Βρατχη εσ λα πεσαδιλλα δελ αυδιορ φισαλ .

Πλαψχεντριχομ τιενε λα εστρυχωρα δε υνα μυλιναχιοναλ αν-θνε συ χομπα)ία δε ιντερνετ, δε μίσιχα ψ πιδιο χυεντα απενας χον 10 εμπλεαδοσ; εμπεζί α φυνηοναρ εν σεπτιεμβρε ψ τοδαπία νο γενερα υπλιδαδεσ. Συσ σεπιδορεσ ινφορμ(τιχοσ σε σιτ|αν εν Βερμυδάσ, εν ταντο θνε συ υνιδαδ οπεραπια σε ηαλλα εν Βαρβαδοσ ψ τιενε υν χοντρατο δε διστριβυχι (ν χον υνα γραν χαδενα δε τιενδασ δε δισχοσ εν Τοροντο. Βρατχη, δε 36 α)οσ δε εδαδ, εστ(χονπενχιδο δε θνε εστα οργανιζαχι (ν λε περμιτιρ(αορραρ ταντο δινερο εν λοσ ιμπυεστοσ χορπορατιποσ ψ εν στροσ γαστοσ θνε λογραφ(ρεβαραρ εν μ(σ δε 45% ελ πρεχιο δε Αμαζον.χομ Ινχ. ψ τοδαπία λε θνεδαρ(υνα φυερτε γαναναχια.

□Υνα χουα θνε σιεμπρε με σορπρενδε εσ «πορ θυ(αλγυιεν θνε πλανεα οβτενερ υπλιδαδεσ σε ινσταλα εν υνα φυρσιδ(αχι (ν χον ταντο ιμπυεστοσ?□, σε)αλα.

‘Primera generación’

Λα μισμα περγυντα σε ηαχεν εν εστοσ δ(ιασ μυχηασ χομπα)ίασ δε χομερχιο ελεχτρ (νιχο. Δοχενασ δε ελλασ εμπιεζαν α απαρεχερ εν λοσ παρ(σσοσ φισαλεσ δελ μυνδο, ινδιφερεντεσ αντε λοσ φραχ(σσοσ χρεχιεντεσ ψ χον λα εσπεραζα δε σερ υνα δε λασ ποχασ θνε προσπερεν.

Εν Βερμυδάσ παν δεσδε υνα πεθνε)α εδιτοριαλ ΣΙ Πυβλιχα-πινοσ Ατδ., θνε πενδε λιβροσ δε νεγοχιοσ διφ(χλασ δε ενχοντραρ βαρο ελ δομινιο Βοοκσονβιζ.χομ, ηαστα Ε*Γραδε Γρουπ Ινχ. □ελ γραν χορρεδορ δε αχχιονεσ εν λ(νεα□ θνε εσταβλεχι(αθυ(συσ οπεραχιονεσ δε χομερχιο ιντερναχιοναλ. Μ(σ αλ συρ, εν λα Ισλα δε Αντιγυα εν ελ Χαριβε, υν χομερχιαντε εσταδουνιδενσε εσταβλεχι(Ινδεξτραδε.χομ παρα θνε λοσ ινπερσιονιστασ πεθνε)οσ πυεδαν αποσταρ α λασ φλυχωαχιονεσ δε λοσ (νδιχεσ δελ μερχαδο; εν Χηι-πρε υν εξ χανταντε βριτ(νιχο δε φαζζ ρεαλιζα νεγοχιοσ ρ(πιδοσ αλ χοπ(ζαρ εν Σηη(σ-φορ-σαλεχομ εμβαρχαχιονεσ χομο υν συβμαρινο δε λα ερα σοπ(ι)α.

□Εσσοσ χομερχιαντεσ σον λα πριμερα γενεραχι (ν θνε πυεδε εσταβλεχερσε πρ(χιτιχαμεντε εν χυαλθυερ λυγαρ(, ασεγυρα Ανδρεα Ωιλσον, πρεσιδεντε απερχυπιπο δε Φιρσι Ατλαναχ Χομμερχε Ατδ., χον σεδε εν Βερμυδάσ, θνε οφρεχε α λασ χομπα)ίασ δε χομερχιο ελεχτρ (νιχο σιστεμασ δε παγο χον ταρρετα δε χρ(διτο. □Ιυεδε οπ-ταρ πορ χονπερτιρσε εν υνα εμπρεσα πιρτυαλ σι λο δεσεαν.□

Λα τενδενχια ινιχι(χον λασ χομπα)ίασ δε φυεγοσ δε αζαρ πορ ιντερνετ, θνε σε ρεφυγιαρον εν ελ Χαριβε παρα επιταρ ελ λαργο βρα-ζο δε λα λεψ δε Εσταδοσ Υνιδοσ. Περο αηορα εμπιεζαν α εμιγραρ χομπα)ίασ μ(σ λεγ(ι)μασ, γραχιασ α λα ε(πλοσι (ν δε λασ νεωπιασ χονεξιονεσ δε τελεχομυνιχαχιονεσ α σιποσ τωλασ χομο Βερμυδάσ

ψ λασ Ισλασ δελ Χαναλ, ασ(ι) χομο, α υν αμβιχιοσο ιμπυλοσ δε λοσ προμοτορεσ εν ναχιονεσ χομο Παναμ(παρα εσταβλεχερ ινσταλα-χιονεσ χαπαχεσ δε αλβεργαρ χιεντοσ δε μιλεσ δε σιποσ ωεβ χαδα υνα.

Una gran ambigüedad

Σε δυδα σεριαμεντε δε θνε αλγυνας εστρυχωρασ εστ(ν αλ χορριεν-τε χον ελ Ιντερναλ Ρεπενυε Σερπιχε (ΡΣ) ψ χον συσ χορρεσπονδιεν-τεσ εν ελ εξτρανερο. Περο μυχηοσ χονταδορεσ πιενσαν θνε λοσ χ(διγοσ φισαλεσ δελ μυνδο ινδυστριαλ σον ταν αμβιγυοσ θνε δυ-ραντε α)οσ λασ χομπα)ίασ δε χομερχιο ελεχτρ (νιχο ποδρ(αν □εν τορ(α πορ λο μενοσ□ αχυμυλαρ υπλιδαδεσ λιβρεσ δε ιμπυεστοσ αντεσ δε θνε λασ δεσχυβραν λασ αυτοριδαδεσ.

Λοσ προβλεμασ σον μ(σ χονψυσοσ θνε ελ δε ρεφυγιο φισαλ νορ-μαλ εν ελ εξτρανερο, πορθνε ινχλυμεν ιννοπαχιονεσ τεχνολ(ι)χασ θνε ελ Τεσορο δε ΕΥ νο ποδρ(α ηαβερ πρεπιστο χυανδο εν λα δ(χα-δα δε 1960 εμπεζί(α εσταβλεχερ λασ ρελασ φυνδαμενταλεσ δε λα τριβυταχι (ν εν ελ εξτρανερο. Παρ ερεμπλο, ναδιε εσταβα τοταλμεν-τε σεγυρο δε χ(μο γραπω λασ υπλιδαδεσ δε υν προγραμαδορ θνε πενδε ελ σοφτωαρε αλ περμιτιρ α λοσ χομπραδορεσ δεσχαργαρο δε υν σιπο ωεβ ινσταλαδο εν υν σερπιδορ δεντρο δε υνα φυρσιδ(αχι (ν θνε νο χοβρα ιμπυεστοσ.

Εν οπινη (ν δε αλγυνοσ αβογαδοσ φισαλασ, λασ πεντασ σε ρεα-λ(ζαν εν ελ σιπο δελ σερπιδορ ψ ελ νεγοχιο νο ινχυρρε εν νιγ(ν ιμπυεστο θνε εν ελ πα(σ δελ χομπραδορ σε χαργα α λασ εμπρεσσασ ο α λασ πεντασ. □Σαρ(α χομο συβρι α υν απι (ν, πολαρ α λασ Βαηαμασ ψ χομπραρ υνα χαμισετα εν υν ηοτελ□, ασεγυρα Λαζαρ Μυρ, αβογαδο φισαλ δε Μιαμι.

Γραχιασ α λασ νεωπιασ οπχιονεσ δε λασ τελεχομυνιχαχιονεσ, Βερμυδάσ ψ γραν παρτε δελ Χαριβε εστ(ν αηορα μ(σ χερχα θνε υν πυελο εν απι (ν. Εμπιεζα α δεσαπαρεχερ ελ μονοπολιο τελεφ(νιχο δε Χαβλε & Ωιρελεσσ ΠΛΧ εντρε λασ εξ χολονιασ βριτ(νιχασ δε λα ρεγ(ι (ν; νεωποσ χομπετιδορεσ συμωσ εμπιεζαν α χονεχταρ ελ Ατλ(νιχο χον μοδερνασ λ(νεασ δε φιβρα (πιταχ, παρα δερριβαρ ασ(ι) λασ πιερασ βαρραρασ τεχνολ(ι)χασ δελ τραβαρο εν ελ εξτεριορ.

Ασιμισμο, λασ γραφιασ δε σερπιδορεσ □βοδεγασ χονστρυδασ παρα ινσταλαρ σερπιδορεσ δε χομπυταδορα υνο τρασ στρο□-εμ-πιεζαν α προλιφεραρ παρα ρεχιβιρ λασ λ(τιμασ νοπεδαδεσ δε αλτα τεχνολογ(α. Εν Φορτ Χλαμπον, εξ βασε μιλιταρ δε Εσταδοσ Υνιδοσ εν Παναμ(, λοσ εμπρενδεδορεσ λοχαλεσ προνεχταν ιναυγοραρ υν □ηοτελ δε αλτα τεχνολογ(α□ δε απροξιμαδαμεντε 15 200 μ² δον-δε σε ινσταλαρ(ν 1.2 μυλλιονεσ δε σιποσ ωεβ.

Ελ α)ο πασαδο ΗαπενΧο, υν αυτοπροχλαμαδο □παρ(σσοσ ινφορ-μ(τιχο□, ανυνη(ι) θνε πλανεα ρεχιβιρ σιποσ ωεβ δε υνα πλαταφορμα αντιαπιονεσ αβανδοναδα πορ λοσ ινγλεσεσ δεσπυ(σ δε λα Σεγυν-δα Γυερρα Μυνδιαλ. Εστα πλαταφορμα δελ Μαρ δελ Νορτε τιενε

υνα ιστορία φασχιναντε: εν 1996, υν μαγορ φυβιλαδο δελ εφρχιτο βριτ(νιχο σε αποδερ(δε ελλα ψ λεπα α)οσ οπερ(νδολα χομο ελ σοβερανο □Πρινηπαλιπ(φ(Σεαλανδ□.

Ρ(αν Λαχκαμ, φαε τ(χινηχο δε ΗαπεΧο, ασεγυρα θυε λα χομπα)α □θυε πασ(ελ περανο περφεχχιονανδο λα ενεργ(α ψ ελ αιρε αχονδιχχιοναδο εν Σεαλανδ□ χυεντα χον μ(ς δε 50 σερπιδορες ισταλαδος ψ εν φυνηχιοναμειντο, χονεχταδος α περα φιρμε πορ σα-τ(λιτε ψ υν σερπιχο ιναλ(μβριχο; πορ λο προντο, εσπερα εξπανδιρσε ησασα χον χινηχο μιλ σερπιδορες.

Λα χομπα)α ηα χοντεσταδο □μιλες□ δε χονσουλτασ δε χομπαρ, σεγ(ν χομεντα Λαχκαμ. □λο θυε λα γεντε θυιερε ρεαλμεντε σον σερπιδορες δε χορρεο ελεχτρ(νιχο, πορθυε αντεριορμεντε ηαβ(α ρεχιβιδο συ χορρεο ελεχτρ(νιχο χον χιατοριος φυδιχιαλες□, σε)α-λα Α)αδε θυε ΗαπενΧο σ(λο ατενδερ(λο θυε εμιτε λα Χουρτ φ(Σεαλανδ. □Περο εσ μυψ ποχο προβαβλε, πυεσ αλλ(νο εξιστεν τρι-βυαλες□.

Λοσ αηορροσ φυσχαλεσ σον ελ γραν ινχεντιπω δε πεντα παρα μυ-χιασ δε λασ ισταλαχιονεσ. □Εξετεριορ χομερχιο ελεχτρ(νιχο παρα(σο φυσχαλ□, προχλαμια υν ανυνηχο δε βανδερ(ν εν Βαηαμιασ. νετ, θυε οφρεχε ισταλαχιονεσ παρα σερπιδορες εν λασ Βαηαμιασ πορ υνα ταριφα ινχερ(βλε: 2 200 δ(λ(ραρεσ μενσυαλεσ.

Βερμυδασ, θυε τιενε υνα αμπλια ιστορια δε αιηυδα α λοσ εξ-τρανεροσ παρα ρασυραρ ιμπυεστοσ, ηαχε λο ποσιβλε πορ αλενταρ λα εμιγραχι(ν ηαχια αλλ(. Συσ δοσ βανχοσ μ(ς γρανδεσ □Βανκ φ(Βερμυδασ Λτδ. ψ Βανκ φ(Ν.Τ. Βυτερφιελδ & Σον Λτδ.□ λαυζαρον γρανδεσ ινχιαπασο δε χομερχιο ελεχτρ(νιχο, ισταλαρον σισταμασ θυε περμιτεν α λοσ χομερχιαντεσ εν λ(νεα φαχυραρ εν παριασ μο-νεδασ ιμπορταντεσ. Υν διχηρο μυψ χονοχιδο, εντρε λοσ ηομβρεσ δε νεγοχιοσ δε εστα ισλα ταν διμινυτα, διχε θυε Βιλλ Γατεσ σερ(α ηοψ μυχηρο μ(ς ριχο, δε ηαβερεσε εσταβλεχιδο Μιχροσοφτ αθ(.

Ελ ανυνηχο σιρπι(παρα πεσχαρ α Ροβερτ Εδωαρδο, χαριχαριαστα εδιτοριαλ θυε πιπε εν Χαντερβυρψ (Ινγλατερρα). Νο ηαχε μυχηρο πιδι(αιηυδα παρα ισταλαρ υν σιπο ωεβ δονδε πενδερ(α συσ οβρασ ψ λασ δε στροσ 30 αριασασ δε τοδο ελ μυνδο. Αλ εντεραρεσε δε λασ φαχ(ιδαδεσ φυσχαλεσ δε λασ Βερμυδασ πορ υνα δελεγαχι(ν δε ηομ-βρεσ δε νεγοχιοσ, ρειστρ(συ χομπα)α ελεχτρ(νιχα πορ μεδιο δε Απ(λεβψ, Σπωρλινγ & Κεμπε, βυφετε λεγαλ δε εστε πα(σ ψ προντο λο ενπιαρον α λοσ δισε)αδορεσ δε ωεβ, αυν σιπο ψ αυν ιντερμεδιαριο δε ταρετασ δε χρ(διτο, Φιρστ Ατλαντιχ.

Α φινεσ δελ α)ο πασαδο, χον υν χοστο τοαλ μενορ δε 200 μιλ δ(λ(ραρεσ ιναγυρ(Δραωνανδθυαρτερεδ.χομ, θυε οφρεχε 4 000 οβρασ δε αρτε ψ θυε πυεδεν □δεσχαρηαρσε□ εν λ(νεα χον υνα ταρ-φεα δε χρ(διτο πορ 200 δ(λ(ραρεσ εν αδελαντε. Συ χομπα)α νο παγα ιμπυεστο σοβρε λα ρεντα νι σοβρε πεντασ ψ(λ σ(λο παγα ελ ιμπυεστο σοβρε συ σαλαριο. Ασεγυρα θυε(λ □εσ υν ερεμπλο περ-φεχο δε χ(μο ηαχερλα□.

Ελ σε)ορ Βρατχη δε Πλαηχηντριχ, εξγερεντε δε Προχτερ & Γαμ-βλε, διχε θυε σιρπι(ελ χονσαρο δε υν αβογαδο φυσχαλ ιντερναχιοναλ αλ εστρυχυραρ συ νεγοχιο εν λ(νεα, θυε πενδερ(δισχοσ χομπαχ-τοσ, πιδεοσ ψ Δ(Δ εν παρτε πορ μεδιο δε φαβριχαντεσ δε βιενεσ εμπαχαδοσ θυε δεσεαν προμαρ α λοσ χλιεντεσ λεαλεσ. Βρατχη, υν χιυδαδανο ηαναδιενεσε, ισταλ(συ υνιδαδ οπεραπια εν Βαρβαδοσ θυε, α διφερενχια δε Βερμυδασ, τιενε υν τραταδο φυσχαλ χον Χαναδ(, χον ελ προπ(σιτο δε απροπεχηρα λα τασα δε απενασ 2% δελ ιμπυεστο χορπορατιπω.

Σε)αλα θυε εσταβλεχι(συσ οπεραχιονεσ δε χομπυταδορασ εν εσα ναχι(ν δελ Χαριβε πορ συ εξεχλεντε εστρυχυρα δε βανχα ψ δε τελεχομυνηαχιονεσ. Εντρε λοσ απραχαπασ χαβε μενχιοναρ υν σερ-πιχο δε μοδερνοσ σερπιδορες χονστρυιδοσ εν υνα αντιγυα βασε ναπαλ δε Εσταδοσ Υνιδοσ πορ λα υνιδαδ δε ΤελεΒερμυδα Ιντερ-ναπιοναλ δε 360Νετωορκσ Ινχορπορατεδ, εμπρεσα θυε εν 1997 तेन्दि(βαφο ελ μαρ υν χαβλε δε εφβρασ(παχιασ Α Εσταδοσ υνιδοσ.

Λασ χονσιδεραχιονεσ φυσχαλεσ σιρπιερον παρα απραερ Α Βερμυ-δασ α Τοδδ Μιδδαγη, προσειντε αρεχυταπω δε Ορηγιαλοσ Ον(ινε Λτδ. Συ γραν αχιερτο: υν σιπο θυε περμιτιρ(α ιμπορταδορες, εξ-πορταδορες ψ χομπα)ασ ναπιερασ ιντερχαμβιαρ λεγαλμεντε δο-χυμεντοσ χομερχιαλεσ εν λ(νεα εν λυγαρ δε περδερ τρεσ δ(ασ χον λοσ τρανσπορτισιασ. □Εσ υν προδυχοτο διγिताλ, δε(νδολε γλοβαλ, θυε φυνηχιονα λασ 24 ηορασ δελ δ(α εν τοδο ελ μυνδο□, σε υφανα ελ σε)ορ Μιδδαγη, θυε ψα δεσεπερ(ελ ιντερ(σ δε αλγυνασ γρανδεσ χομπα)ασ δε τρυο χομο Αρχηερ Δανιελσ Μιδ(λανδ Χο.

□Χον ελ τιεμπο παμοσ α εσταρ προ(χιταχμεντε εν τοδασ λασ φυρσιδιχχιονεσ□, ασεγυρα. Μιεντρασ ταντο, εστε ναπιω δε Χαναδ(προσειδιρ(λα χομπα)α δεσδε συ ρεσιδενηχια αθ(, χον υνα προχιοσα πιστα αλ Ατλ(ντιχο.

Σχοπτ Ρυβμαν, αβογαδο δε βιενεσ ρα(χεσ εν Λογγ Ισλανδ (Νυεπο Μ(ειχο) χυια φαμ(λια λεεπα α)οσ εν ελ χομερχιο δε πιελεσ, οργαυιζα Φυρσ.χομ, σιπο δε λασ Βερμυδασ θυε π(αναε χονεχταρ α λοσ χυλαπιαδορεσ δε μινκ εν □διγαμοσ□ Νορνεγα χον λοσ φαβρι-χαντεσ δε αβριγοσ δε πιελεσ εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ Χηινα. Εσταδο-υνιδενεσε δε ναχιμειντο, Ρυβμαν θυιζ(τεγγα σεριασ προβλεμασ παρα προτεγερ λασ υτιλιδαδεσ δελ εξτρανερο χοντρα λοσ ιμπυεστοσ. Α διφερενχια δε λοσ ιμπυεστοσ δε μυχηασ στροσ ναχιονεσ, Εσταδοσ Υνιδοσ γραπα ελ ινγρεσο θυε συσ χιυδαδανοσ περχιβεν εν χυαλ-θυιερ παρτε δελ μυνδο.

□Σι υνο εμιγρ(α εξχλυσιπιαμεντε παρα επαδιρ ιμπυεστοσ, ελ γοβιερνο εσταδουνιδενεσε εσταρ(σιεμπρε μυψ ατεντο□, σε)αλα Ρυβμαν, θυιεν ρεχιβε αχτυαλμεντε μυψ βυενα ασεσορ(α δε λοσ εξπερτοσ φυσχαλεσ δε συ πα(σ. □Χυανδο υνο τιενε υν προπ(σιτο λεγ(τιμο παρα ηαχερ νεγοχιοσ εν ελ εξτεριορ, χρεο θυε νυεστρο γοβιερνο δεβερ(α απομιαρνοσ□.

□Ψ α νο λο ηαχε? Ελ χριπτ(γραφο ζινχε Χατε πιενσα ηαβερ εν-χοντραδο λα ρεσπυεστα. Εν 1998 εστε εξχανδιδατο αλ δοχτοραδο εν Χαρνεγε-Μελλοσ Υνιπερσιτη εντρ(εν λα εμβαραδα δε Εσταδοσ Υνιδοσ εν Βαρβαδοσ ψ ρενυνη(α συ χιυδαδαν(α, δεχλαρ(θυε α παρτρ δε εσε μομεντο σερ(α χιυδαδανο δε Μοζαμβιθυε, γραχιασ α υν δοχυμεντο θυε χομπρ(πορ ιντερνετ εν 5 000 δ(λ(ραρεσ.

Δεσπυ(σ ρεγρεσ(α λα ισλα χαριβε)α δε Ανγυ(ια, δονδε σε χρε(λα ρεπιταχι(ν δε υν πσιποναριο δε λα ενχριπταχι(ν. Εντρε συσ μυ-χιασ αχτυπιαδεσ, ινχι(οπεραχιονεσ εν υνα χομπα)α εν λ(νεα εσπεχιαλιζαδα εν ινφορμαχι(ν σοβρε λυαχηιασ δε μανερο θυε δι-ριγε φυνο χον υν βυφετε φυρ(δ(χο εν Τεζασ. Χατε π(αναε χρεαρ ελ νεγοχιο σιν παγαρ υν χενταπω δε ιμπυεστοσ.

□Χομο νο σοψ χιυδαδανο εσταδουνιδενεσε, νο πιπω εν Εσταδοσ Υνιδοσ ψ εν Ανγυ(ια νο σε παγαν ιμπυεστοσ, χρεο θυε νο तेन्दिρ(προβλεμασ□, ασεγυρα.

Φονετε: Μιχηαελ Αλλεν, *Τηε Οαλλ Στρεετ Θουρναλ*, 8 δε ενερο δε 2001, π. Α1 ψ Α8. Τεζτο ρειμπρεσο χον αυτορ(ζαρι(ν δε *Τηε Οαλλ Στρεετ Θουρναλ*, ♥2001 Δοω θονεσ & Χομπαυψ, Ινχ. Τοδοσ λοσ δερεχηροσ μυνδιαλεσ ρεκερπαδοσ.

Antaño, los paraísos fiscales fueron un medio que les permitía a las transnacionales establecer una subsidiaria de “papel”, la cual a su vez sería la propietaria de las subsidiarias que se establecieran allí. De este modo, cuando las tasas tributarias en el país anfitrión eran más bajas que la del país de origen, los dividendos podrían enviarse a través de la filial para que los utilizara la transnacional; pero los impuestos causados en este país podían seguir diferidos hasta que la subsidiaria declarase un dividendo. En el momento actual el beneficio de una subsidiaria ubicada en un paraíso fiscal ha disminuido mucho a causa de dos factores. Primero, la tasa tributaria de las empresas en Estados Unidos no es muy alta en comparación con las naciones que no son paraísos fiscales, de esta forma desaparece la necesidad del diferimiento. Segundo, las normas que rigen a las corporaciones extranjeras controladas (tema que veremos en seguida) han logrado abrogar la facultad de aplazar el ingreso pasivo en una subsidiaria situada en un paraíso fiscal. Pero como se indica en el recuadro de “Las finanzas internacionales en la práctica” titulado “Mientras en Estados Unidos fracasan las compañías de comercio electrónico, registran un verdadero auge en las Bermudas”, obtienen algunas ventajas fiscales las compañías ubicadas en países con paraísos fiscales que alientan ese tipo de comercio.

Empresa extranjera controlada

La Tax Reform Act de 1986 creó un nuevo tipo de subsidiaria internacional llamada empresa extranjera controlada. La reforma se proponía evitar el diferimiento de impuestos sobre ciertos ingresos en los paraísos fiscales y aumentar los impuestos al reducir el beneficio que las multinacionales del país recibían de los créditos fiscales en el exterior. Una **empresa extranjera controlada** es una subsidiaria que posee más de 50% de las acciones con derecho a voto en manos de los accionistas estadounidenses. Son ciudadanos, residentes, sociedades, corporaciones, fideicomisos o Estados que poseen (o que controlan indirectamente) 10% o más de dichas acciones. Por lo tanto, el requisito fundamental de este tipo de corporación es que haya seis accionistas estadounidenses no afiliados, cada uno de los cuales tenga exactamente 10% de las acciones. A esta categoría pertenece también una subsidiaria cuya propiedad completa esté en manos de una multinacional de ese país.

El impuesto al ingreso no distribuido de una subsidiaria minoritaria de una multinacional estadounidense se difiere hasta que se envía como dividendo. Esta norma se modifica en caso del **ingreso de la subparte F**, sujeto a una tributación inmediata. Es fácil transferirlo entre naciones y está supeditado a un bajo impuesto en el exterior. Se aplican reglas especiales al calcular el crédito fiscal de las empresas extranjeras controladas. Gran parte del ingreso de la subparte F puede clasificarse en cuatro categorías o “canastas”: ingreso pasivo, interés alto del impuesto retenido, ingreso por servicios financieros e ingreso de embarques. En cada canasta se determina el crédito fiscal permitido. El ingreso operativo de una empresa extranjera controlada se deposita en la canasta global. De ese modo, los impuestos altos que se paguen en un país sobre el ingreso clasificado en una canasta no pueden destinarse a compensar los impuestos bajos que se paguen en otro país sobre el ingreso clasificado en una canasta diferente. Con este procedimiento se genera un exceso mayor de créditos fiscales que difícilmente se utilizarán en su totalidad.

RESUMEN

En este capítulo se da una breve introducción al ambiente fiscal internacional que enfrentan los inversionistas y multinacionales en sus activos financieros.

1. Los dos objetivos de la tributación son la neutralidad y la equidad fiscal. La neutralidad se basa en los principios de la eficiencia económica y la justicia. La equidad fiscal se basa en el principio de que todos los contribuyentes en situaciones similares tienen la obligación de participar en el costo del funcionamiento del gobierno al observar las mismas reglas.
2. Los tres tipos fundamentales de la tributación son el impuesto sobre la renta, los impuestos retenidos y el impuesto al valor agregado. Se incluyeron y se compararon las tasas de ingreso corporativo vigentes en muchos países. Lo mismo se hizo con las tasas retenidas en algunas naciones de varios tipos de ingreso procedente del exterior que se ajustan a los tratados bilaterales de Estados Unidos.

3. Las naciones a menudo gravan el ingreso mundial de los residentes y también el de los extranjeros que hacen negocios dentro de su territorio. Si aplican simultáneamente ambos métodos, habrá una doble tributación a menos que se establezca un mecanismo para evitarla. Se expuso el concepto de crédito fiscal internacional como medio para eliminarla. Se dieron ejemplos desde la perspectiva de una multinacional estadounidense, en los cuales se mostró el cálculo de ese crédito en el caso de una sucursal y de una subsidiaria que operen en tres países con distintas tasas al ingreso corporativo.
4. Las modalidades de la estructura organizacional pueden incidir en la obligación fiscal de una multinacional. En concreto, se observan diferencias de tributación entre una sucursal y una subsidiaria. También se definieron y explicaron las estrategias de precios de transferencia, las operaciones de una subsidiaria en países con paraísos fiscales, las empresas extranjeras controladas y las empresas internacionales de ventas.

ΤÉRMINOS CLAVE

créditos fiscales en el extranjero, 504	ingreso activo, 499	subsidiaria internacional, 505
empresa extranjera controlada, 510	ingreso de subparte F, 501	sucursal en el extranjero, 505
equidad fiscal, 499	ingreso pasivo, 501	tratado fiscal, 501
impuesto al valor agregado (IVA), 50	neutralidad de capital-exportaciones, 499	tributación de ingresos procedentes del exterior, 503
impuesto directo, 499	neutralidad de capital-importaciones, 499	tributación mundial, 503
impuesto indirecto, 501	neutralidad fiscal, 499	tributación residencial, 503
impuesto retenido, 501	neutralidad nacional, 499	tributación territorial, 503
impuesto sobre la renta, 499	paraísos fiscales, 507	

CUESTIONARIO

1. Explique los dos objetivos de la tributación. Asegúrese de definir los términos clave.
2. Compare y contraste los tres tipos básicos de tributación que utilizan los gobiernos dentro de su jurisdicción.
3. Muestre cómo se produciría la tributación si todos los países gravasen el ingreso mundial de sus residentes y el obtenido dentro de sus fronteras.
4. ¿Qué métodos aplican las autoridades hacendarias para eliminar o mitigar la injusticia de la doble tributación?
5. Existe una diferencia entre la obligación fiscal impuesta al ingreso del exterior, según se elija para una filial internacional una estructura organizacional de sucursal o de subsidiaria. Favor de comentar esta afirmación.

PROBLEMAS

1. Se requieren tres etapas de producción para que un par de esquís producidos por Fjord Fabrication se vendan al menudeo en 2 300 coronas noruegas. Llene la tabla anexa para mostrar el valor agregado en cada etapa del proceso de producción y el IVA l y total. En Noruega se cobra un IVA de 24%.

Νiveau δε προδυχχι Γv	Πρεχιο δε πεντα	γαλορ αγρεγαδο	ΙϋΑ ινχρεμενταλ
1	NOK 450		
2	NOK1 900		
3	NOK2 300		

ΙϋΑ τοταλ

2. Docket Company de Asheville (Carolina del Norte) planea abrir una filial en la ciudad de Wellington, en la isla de Nueva Zelanda. No sabe si establecerla como sucursal o como una subsidiaria de propiedad completa. En Nueva Zelanda se grava el ingreso de las em-

presas residentes y de las sucursales con una tarifa única de 33%. También se retienen los impuestos al 15% sobre los dividendos pagados por las empresas residentes a los receptores de Estados Unidos. Este país cobra una tasa de 35% sobre el ingreso percibido fuera de sus fronteras, pero ofrece un crédito fiscal por los impuestos pagados en otra nación. Con base en esta información, ¿la forma más conveniente de la filial es una sucursal o una subsidiaria?

EJERCICIOS DE INTERNET



El sitio www.taxsites.com/international.html es un sitio global que ofrece conexiones con muchos otros, clasificados en los siguientes temas: sitios propios del país, recursos del Internal Revenue Service (IRS), Unión Europea e IVA, estudiantes y académicos, asociaciones fiscales, otros recursos, tratados fiscales y gobiernos. Por ejemplo, si quiere conocer la historia de la tributación visite la sección worldwide-tax bajo el encabezado “other resources”.

MINICASO

Decisión para la ubicación de Sigma Corporation

Εστα εμπρεσα δε Βοστων εστυδια λα χονπενιενχια δε αφριρ υνα φιλιαλ εν ελ Μεδιτερρ(νεο. Δοσ παλ(σες θυε λε παρεχεν βυενος χανδιδατος στον Εσπα(α ψ Χηιπρε. Θυιερε ρεπατριαρ α Εσταδος Υνιδος τοδος λος ινγρεσος δεσπυ(σ δε ιμπυεστος. Εν εστε μομεντο νο σαβε σιλο μ(σ χονπενιεντε εσ εσταβλεχερ υνα φιλιαλ χομο συχυρσαλ ο χομο συβσιδιαρια δε προπιεδαδ χομπλετα.

Εν Χηιπρε ελ ιμπυεστο χορπορατιω μαργιναλ εσ δε 15%. Λας υπιλιδαδες δε λας συχυρσαλεσ εξτρανερρασ παγαν λα μισμα τασα. Εν Εσπα(α, ελ ιμπυεστο χορπορατιω εσ δε 35%, ιγυαλ θυε ελ δε Εσταδος Υνιδος. Αδεμ(σ, υνα συχυρσαλ χον ελ μισμο ινγρεσο θυε εν ΕΥ παγα ελ μισμο πορχενταφε εν Εσπα(α. Λας τασασ δελ τραταδο δε υπιλιδαδες ρετεινιδασ χον Εσταδος Υνιδος σοβρε ελ ινγρεσο πορ διπιδενδος προχεδεντες δε Χηιπρε εσ 0% ψ 10% σοβρε λος προχεδεντες δε Εσπα(α.

Ελ διρεχτορ δε φινανζασ δε λα χομπα(α) λε πιδι(α υστεδ αφυδαρλε α δεχιδιρ δ(νδε αφριρ λα φιλιαλ ψ χον θυ(εστρυχτυρα οργανιζαχιοναλ. Λα δεχισι(ν δε πενδερ(φυνδαμενταλμεντε δε σι λα οβλιγαχι(ν φισχαλ τοταλ σερ(α μ(σ πεθυε)α εν ελ χασο δε υνα συχυρσαλ ο δε υνα συβσιδιαρια δε προπιεδαδ χομπλετα εν υνο υ οτρο παλ(σ.

BIBLIOGRAFÍA Y LECTURAS RECOMENDADAS

- Bischel, Jon E. y Robert Feinscheiber, *Fundamentals of international taxation*, 2a. ed., Practising Law Institute, Nueva York, 1985.
- Horwitz, Tony, “Continental shift: Europe’s borders fade and people and goods can move freely”, *The Wall Street Journal*, 18 de mayo de 1993.
- Isenberg, Joseph, *International taxation: U.S. taxation of foreign taxpayers and foreign income*, vols. I y II, Little, Brown, Boston, 1990.
- Kaplan, Richard L., *Federal taxation of international transactions: principles, planning and policy*, West, St. Paul, Minn., 1988.
- Kopits, George, ed., *Tax harmonization in the european community: policy issues and analysis*. Trabajo ocasional, núm. 94 del Fondo Monetario Internacional, Washington, D.C., junio de 1992.

- Kuntz, Joel D. y Robert J. Peroni, *U.S. international taxation*, vols. I y II, Warren, Gorham y Lamont, Boston, 1994.
- Metcalfe, Gilbert E., “Value-added taxation: a tax whose time has come?”, *Journal of Economic Perspectives*, núm. 9, 1995, pp. 121-140.
- PriceWaterhouse Coopers, *Corporate Taxes: Worldwide Summaries*, John Wiley and Sons, Inc., Nueva York, 2004.
- U.S. Internal Revenue Code, parte III. Income from sources without the United States*, Commerce Clearing House, Chicago, 1993.

Glosario

A

- Aceptaciones bancarias (A/B)** Instrumento del mercado de dinero negociable que tiene un mercado secundario y que emite el banco del importador, una vez aceptados el conocimiento de embarque y la letra a plazos. Es esencialmente una promesa de que el banco liquidará el pagaré a su vencimiento.
- Acuerdo de Louvre** Tratado de 1987 impulsado por la caída del dólar, en que el Grupo de los Siete países más desarrollados se comprometieron *i*) a cooperar para lograr mayor estabilidad cambiaria y *ii*) consultar y coordinar sus políticas macroeconómicas.
- Acuerdo Smithsonian** En diciembre de 1971 los Diez Grandes aceptaron devaluar el dólar estadounidense contra el oro y la mayoría de las monedas más importantes con la intención de salvar el sistema de Bretton Woods.
- Administración de efectivo** Manejo de efectivo en una empresa; por ejemplo, la inversión en saldos de transacciones, fondos retenidos en saldos precautorios de caja, inversión del exceso de fondos a la tasa más favorable y préstamos a la tasa más baja cuando escasee el efectivo.
- Ajuste al mercado (marking-to-market)** Proceso de establecer las ganancias y pérdidas diarias del precio en el mercado de futuros con atención a la fluctuación del precio del contrato de futuros.
- Ajuste por conversión acumulativa (ACA)** Se utiliza en el método actual al convertir los estados financieros en moneda extranjera; esta cuenta de capital social permite equilibrar el balance general con sólo incluir las ganancias y las pérdidas por conversión.
- Análisis técnico** Método de predecir el comportamiento futuro del precio de los activos que se basa en sus patrones históricos.
- Apreciar** Dentro del contexto de una moneda, aumento (o reducción) de un tipo de cambio en relación con otra moneda en función de la nacional (extranjera).
- Arbitraje** Acción que consiste en comprar y vender simultáneamente activos o bienes de consumo idénticos o equivalentes con el propósito de obtener utilidades seguras y garantizadas.
- Arbitraje de intereses cubiertos** Situación que se da cuando no ocurre la diversificación internacional de cartera. Entonces se consiguen ciertas ganancias con el arbitraje, sin que el árbitro invierta dinero de su bolsillo ni corra riesgo alguno.
- Arbitraje triangular** Proceso de cambiar dólares estadounidenses por otra moneda y después cambiarlos por una tercera moneda. Esta última se cambia entonces por dólares. El objetivo es ganar una utilidad de arbitraje pasando de la segunda moneda a la tercera.
- Área monetaria óptima** Zona geográfica adecuada para tener una moneda común gracias a la gran movilidad de factores.

B

- Balanza de pagos** Registro de las transacciones internacionales de un país que incluye un tipo de contabilidad por partida doble.
- Banco Central Europeo (BCE)** Banco central de los 11 países que constituyen la Unión Monetaria Europea, que se encarga de mantener la estabilidad de precios mediante una política monetaria.
- Banco mercantil** El que realiza las operaciones comerciales tradicionales, lo mismo que actividades propias de la banca de inversión.
- Banco universal** El que ofrece algunos servicios como consultoría en estrategia de la protección cambiaria, en financiamiento de las tasas

de interés y de swaps de divisas, así como en la administración internacional de efectivo.

- Beta mundial** Medida de la sensibilidad de un activo o de un portafolio ante los movimientos del mercado mundial. Es una medida del riesgo sistemático universal.
- Bimetalismo** Sistema monetario establecido sobre dos patrones: oro y plata.
- Bono (acción) Yankee** Bono (acción) que las compañías extranjeras venden directamente a los inversionistas de Estados Unidos.
- Bono al portador** Aquel en que se demuestra la propiedad mediante la posesión.
- Bono convertible** Aquel que puede cambiarse por un número predeterminado de acciones de capital social del emisor.
- Bono de cupón cero** Aquel que no paga los intereses de cupón y simplemente devuelve el valor nominal al vencimiento.
- Bono de desempeño inicial** Depósito inicial colateral que se requiere para establecer una posición de activo.
- Bono de moneda dual** Bono de tasa fija que produce interés de cupón en la moneda de la emisión, pero que a su vencimiento paga el capital en otra moneda.
- Bono extranjero** Es aquel que ofrece un acreedor extranjero a inversionistas de un mercado nacional de capitales y que está denominado en la moneda de ese país. Por ejemplo, una compañía estadounidense que en Japón vende a los inversionistas locales bonos denominados en yenes.
- Bono ordinario de tasa fija (straight fixed-rate bond)** Bonos con una fecha de vencimiento que tienen pagos fijos de cupón.
- Bono por desempeño del mantenimiento** Garantía que se requiere para conservar una posición del activo.
- Bono registrado** Aquel cuya propiedad se demuestra relacionando el nombre del comprador con el bono en los registros del emisor.
- Bono sin cupón (stripped bond)** Bono sintético de cupón cero creado por un banco de inversión vendiendo los derechos por un pago específico o bono principal de un bono de cupón, generalmente un bono de tesorería.
- Bonos Brady** Préstamos convertidos en bonos colaterales con una menor tasa de interés, se diseñaron a fines de la década de 1980 para la crisis internacional de la deuda. Llamados así en honor de Nicholas Brady, secretario del tesoro.

X

- Cadbury Code** El Comité Cadbury fundado por el gobierno inglés emitió el *Código de Práctica Óptima* en el gobierno corporativo de las compañías de ese país, recomendaba entre otras cosas elegir por lo menos a tres directores externos del consejo de administración. También se hacía la recomendación de que dos personas ocuparan el puesto de presidente ejecutivo y de presidente del consejo de administración.

- Capital nacional** Monto de referencia del capital que sirve para calcular los pagos que se efectuarán en varios contratos de derivados.
- Capital suficiente de los bancos** Cantidad de capital fijo y de otros valores que un banco mantiene como reserva contra los activos riesgosos para disminuir la probabilidad de insolvencia.
- Centro bancario en el extranjero** País donde el sistema bancario está organizado para permitir cuentas externas ajenas a la actividad económica normal en su territorio. Su función primaria consiste en buscar

depósitos y conceder préstamos en una moneda distinta a la del país anfitrión.

Centro de redes En las redes multilaterales, determina los pagos netos y cuáles afiliados los realizarán.

Centro de refacturas Subsidiaria financiera central de una multinacional donde protege la exposición a transacciones dentro de la compañía y se maneja la exposición residual.

Certificado negociable de depósito (CND) Depósito bancario temporal negociable.

Coefficiente de exposición Es el que se obtiene al retornar al valor del activo en moneda nacional, según el tipo de cambio en cuestión. Es una medida de la exposición económica de la compañía al riesgo cambiario.

Comité de divisas Forma extrema del régimen de tipo de cambio fijo, en que la moneda local se respalda por completo con el dólar estadounidense u otra moneda patrón elegida.

Conocimiento de embarque En las exportaciones, documento emitido por un transportista común donde especifica que recibió los bienes y que sirve también como título de propiedad sobre ellos.

Consortio Grupo de eurobancos que se unen para compartir el riesgo de otorgar eurocréditos.

Contracomercio Transacciones en que las partes intercambian bienes o servicios. Constituyen un tipo de trueque cuando no se intercambia dinero.

Contrato cambiario de futuros Celebrado entre bancos sirve para protegerse contra el riesgo de la tasa de interés en depósitos y créditos desiguales.

Contrato completo Aquel que especifica exactamente las partes y los compromisos en todas las posibles contingencias futuras.

Corredores de swaps Función de un banco que iguala las partes pero sin correr ningún riesgo del swap; sin embargo, sí recibe una comisión por este servicio.

Costo de capital total accionario Rendimiento requerido sobre las acciones de una compañía cuando no hay deudas.

Costo todo incluido El total de costos de un swap: costo de intereses, de transacciones y de servicios.

Cotización cruzada Acto de cotizar directamente los valores en bolsas del extranjero. Requiere cumplir con las normas de cotización y revelación que establezcan.

Crédito fiscal en el extranjero Sirve para evitar la doble tributación de una compañía matriz con subsidiarias en el exterior. Es el crédito otorgado a la compañía matriz contra los impuestos exigibles en el país anfitrión; se basa en los impuestos pagados a autoridades fiscales del extranjero sobre el ingreso proveniente del exterior.

Cuenta corriente Asiento de la balanza de pagos que representa las exportaciones e importaciones de bienes y servicios, así como las transferencias unilaterales.

Cuenta de capital Asiento de la balanza de pagos que incluye las ventas y las compras de activos financieros, de bienes raíces y compañías.

Δ

Depósito central de efectivo En una multinacional, fondo central que el exceso de efectivo procedente de las filiales se reúne y se invierte o se utiliza para compensar la escasez de efectivo en todo el sistema.

Depreciación Dentro del contexto de una moneda nacional, aumento (o disminución) del tipo de cambio en relación con otra moneda cuando se expresa en función de la moneda nacional (extranjera).

Derechos de control residual Derecho a tomar decisiones discrecionales en casos no incluidos explícitamente en el contrato.

Derechos especiales de retiro (DER) Reserva artificial a nivel internacional creada por el Fondo Monetario Internacional (FMI). Es una canasta de monedas que actualmente abarca las cinco más importantes.

Descuento de pagarés a mediano plazo (forfaiting) Tipo de financiamiento a mediano plazo para cubrir las exportaciones, de este modo

el exportador vende pagarés a un banco con descuento, de manera que no tienen que asumir el financiamiento.

Diferencia de la distribución de calidad (DDC) La existente entre el diferencial de distribución de la tasa fija de interés y el de interés flotante de la deuda de dos partes con aceptabilidad desigual. Una diferencia positiva es un requisito indispensable para que se produzca un swap de intereses. Sólo así se garantiza que será benéfico para ambas.

Diferenciación de productos Crear entre los consumidores la percepción de que el producto o productos de una compañía no son iguales a los de los competidores, con lo cual se aminora la sensibilidad de la demanda ante los precios.

Diversificación del mercado Estrategia para manejar la exposición operativa en que una compañía diversifica el mercado de su producto. Por ejemplo, las fluctuaciones cambiarias en un país pueden compensarse por las que ocurren en otro.

Diversificación del riesgo de portafolio El riesgo de portafolio se reduce al mínimo invirtiendo en valores múltiples que no guarden estrecha correlación entre sí.

E

Edge Act Bank Subsidiarias constituidas a nivel federal de bancos estadounidenses, que pueden desarrollar un gran número de operaciones bancarias internacionales. Están ubicadas en Estados Unidos.

Efecto competitivo Es el que causa las fluctuaciones cambiarias en la posición competitiva de la compañía, ésta a su vez incide en sus flujos operativos de efectivo.

Efecto de conversión Hecho de que las fluctuaciones cambiarias afectan a la cantidad de dólares convertidos de un flujo de efectivo procedente de una operación en el extranjero.

Efecto de la curva J Designa el deterioro inicial y el mejoramiento de la balanza comercial tras depreciarse la moneda de un país.

Efecto Fisher Teoría según la cual la tasa nominal de interés es la suma de la tasa real más la tasa de inflación esperada.

Efecto Internacional Fisher Teoría según la cual las fluctuaciones previstas del tipo de cambio spot entre dos países son la diferencia que hay entre sus tasas de interés.

Elasticidad de la demanda Medida de la sensibilidad de la demanda de un producto respecto a su precio.

Empresa extranjera controlada (EEC) Subsidiaria en que los accionistas estadounidenses poseen más de 50% de las acciones comunes con derecho a voto.

Equidad fiscal Suposición de que los contribuyentes en condiciones similares deberían participar en el costo de operar el gobierno conforme a las mismas reglas.

Especialista En los mercados cambiarios de Estados Unidos, cada acción está representada por un especialista que crea un mercado conservando un inventario de ella.

Especulador El que trata de obtener una ganancia con una fluctuación favorable pero incierta del precio de un activo, obteniendo su posesión.

Estrategia de aceleración/demora Reducción de la exposición a las transacciones ya sea con el pago o cobro de obligaciones financieras internacionales antes (anticipación) o más tarde (retraso) según sea el caso si la moneda es dura o blanda.

EURIBOR Tasa a la que los depósitos interbancarios de euros se ofrecen por un banco principal a otro en los países integrantes de la Unión Monetaria Europea, lo mismo que los bancos más importantes en otros países de la Unión Europea no afiliados y por los bancos principales situados en otros países.

Euro Moneda europea común introducida en nueve de los 11 países de la Unión Europea que integran la Unión Monetaria Europea.

Eurobono Emisión de bonos denominados en una moneda particular pero que se venden a inversionistas en el mercado nacional de capitales que no sea el país emisor.

Euromoneda Depósito temporal de dinero en un banco internacional situado en un país que no sea el que emite la moneda.

Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos Fundado en 1945, es un organismo gubernamental independiente que promueve y financia el comercio internacional; cuando las instituciones privadas no pueden o no quieren ofrecer financiamiento a las exportaciones, éste lo realiza.

Exposición a la conversión Efecto que la fluctuación no prevista del tipo de cambio tiene en los informes financieros consolidados de una multinacional.

Exposición a las transacciones Fluctuación potencial en el valor de las posiciones financieras debido a las fluctuaciones cambiarias entre el inicio de un contrato y su cumplimiento.

Exposición contingente Riesgo debido a situaciones inciertas donde la compañía no sabe si en el futuro enfrentará un riesgo cambiario.

Exposición económica Posibilidad de que los flujos de efectivo y de que el valor de la compañía se vean afectados por fluctuaciones imprevistas del tipo de cambio.

Exposición operativa Grado en que los flujos de efectivo de una compañía se verán afectados por las fluctuaciones del tipo de cambio.

Φ

Flujo libre de efectivo Representa un fondo generado en la compañía mayor que la cantidad necesaria para financiar todos los proyectos de inversión con un valor positivo neto presente.

Fondo de país cerrado (FPC) Fondo (invertido exclusivamente en valores de un país) que emite cierto número de acciones negociadas en la bolsa del país anfitrión, como si fuesen una acción individual. No se redimen al valor básico neto establecido en el mercado nacional.

Futuros de divisas Contrato estandarizado con una fecha de entrega futura que se negocia en las bolsas organizadas.

Γ

Giro temporal Documento escrito que ordena al importador o a su banco pagar una suma específica en una fecha determinada. Se utiliza en el financiamiento de las exportaciones e importaciones.

Gobierno corporativo Modelo económico, legal e institucional en que el control corporativo y los derechos al flujo de efectivo se distribuyen entre accionistas, ejecutivos y otros interesados en la compañía.

H

Hipótesis del camino aleatorio Aquella según la cual en un mercado eficiente el precio de los activos fluctúa aleatoriamente (esto es, independientemente de las tendencias históricas) o sigue un “camino aleatorio”. Por tanto, la tasa cambiaria esperada en el futuro equivale a la vigente en ese momento.

Hipótesis del mercado eficiente Hipótesis de que los mercados financieros son eficientes desde el punto de vista de la información, en el sentido de que los precios del activo circulante reflejan todos los datos disponibles.

I

Imperfecciones del mercado Fricciones diversas, como los costos de transacción y las restricciones legales, que le impiden funcionar a la perfección.

Impuesto al valor agregado Impuesto nacional indirecto que se grava sobre el valor agregado en la producción de un bien o servicio, al pasar por las etapas de producción.

Impuesto de retención Impuesto indirecto sobre el ingreso pasivo ganado por un individuo o empresa de un país dentro de la jurisdicción fiscal de otro.

Impuesto directo El que paga directamente el contribuyente gravado.

Impuesto indirecto Grava el ingreso de los contribuyentes que no generaron directamente y que le sirve de ingreso pasivo.

Impuesto sobre la renta Impuesto que grava directamente los ingresos activos de un individuo o de una empresa.

Impuesto Tobin El que se cobra sobre el flujo internacional de dinero caliente. Lo propuso el profesor Tobin con el fin de desalentar la especulación financiera internacional.

Ingreso activo El que proviene de la producción o de los servicios ofrecidos por un individuo o una empresa.

Ingreso de la subparte F Ingreso de transnacionales controladas que está sujeto al gravamen inmediato de Estados Unidos. Incluye el ingreso relativamente fácil de transferir entre países y está sujeto a un bajo impuesto internacional.

Ingreso pasivo El que no genera directamente un individuo ni una empresa: intereses, regalías y derechos de autor.

Integridad del mercado Se cumple con esta condición cuando a cada estado de la economía corresponde un rendimiento equivalente de los valores.

Interés abierto Número total de contratos breves o largos vigentes durante un mes determinado de entrega en los mercados de derivados.

Intermediario de swaps Función de un banco que crea mercado en uno u otro lado de la moneda o de un swap de tasas de intereses.

Inversión extranjera directa La que se realiza en un país del exterior y que otorga un poco de control a la multinacional.

Λ

Letra de cambio Documento escrito en que se ordena al importador o a su agente que paguen la cantidad especificada en él.

Letra de crédito (L/C) Garantía de un banco de que obrará en favor del importador y pagará al exportador la mercancía, si todos los documentos están en orden.

Ley de Gresham Con un patrón bimetalico, el metal abundante se utilizaba como dinero y el metal escaso se sacaba de la circulación, con base en el hecho de que la razón de los dos metales se fijaba de manera oficial.

Ley de un solo precio Establece que los bienes de consumo o los valores similares han de intercambiarse a un precio igual o parecido.

Liquidez Capacidad de comprar y vender rápidamente al cierre los valores al precio cotizado en el momento.

London Interbank Offered Rate (LIBOR) Tasa interbancaria de interés a la cual un banco ofrecerá depósitos en euros a otro banco situado en Londres. A menudo sirve de base para fijar las tasas de préstamos en euromoneda. La tasa se calcula al sumar a la LIBOR una prima por riesgo.

M

Maximización de la riqueza de los accionistas Constituye el objetivo primordial de la administración que los ejecutivos deberían tener presente al tomar decisiones importantes. Pueden maximizarla si hacen lo mismo con el valor de mercado de su empresa.

Mecanismo de flujo precio-mercancía (price-specie-flow) Con el patrón oro, es la corrección automática de los desequilibrios de pago entre los países. Se basa en el hecho de que, con dicho patrón, las reservas monetarias disminuyen a medida que el dinero ingresa o sale del país.

Mecanismo del tipo de cambio (MTC) Procedimiento —antes de la introducción del euro— en que los miembros del sistema monetario europeo administraban de manera colectiva su tipo de cambio con base en un sistema de rejilla de paridad, es decir, un sistema de valores a la par entre las naciones que utilizaban el mecanismo.

Medida Sharpe del desempeño (MSD) Medida del desempeño ajustada al riesgo de un portafolio que produce un exceso de rendimiento

(por arriba de la tasa de interés libre de riesgo) multiplicado por el riesgo de desviación estándar.

- Mercado continuo** Aquel en que los pedidos de mercado y de límite pueden atenderse durante las horas hábiles.
- Mercado de agencias** Aquel en que el corredor recibe el pedido del cliente por medio de un agente, lo cual provoca conflicto de intereses. Son problemas especialmente difíciles para las compañías con propiedad de acciones muy difusa.
- Mercado de agentes** Aquel en que un corredor realiza la transacción a través de un agente, que participa en ellas como socio mayoritario.
- Mercado de futuros** El de contratos de divisas que se inician hoy pero que entran en vigor en una fecha futura.
- Mercado de opciones de compra** Aquel en que los pedidos de mercado y de límite se acumulan, ejecutándose a ciertos intervalos durante el día.
- Mercado informal (MI)** Aquel en que no existe un mercado central; más bien, tanto compradores como vendedores se conectan a través de una red de teléfonos y celulares, de sistemas de cómputo y de marcaje automatizado.
- Mercado primario** Aquel en que las nuevas emisiones de valores se venden a los inversionistas. En la venta los banqueros cumplen una función importantísima como corredores o intermediarios.
- Mercado secundario** Aquel en que los inversionistas compran y venden valores a otros colegas; el emisor original no interviene en esas operaciones. Ofrece negociabilidad y valuación de valores.
- Mercados de divisas** Son aquellos que incluyen la conversión del poder adquisitivo de una moneda en otra, depósitos bancarios de divisas y comercio spot de divisas, de futuros, de swaps y de opciones.
- Método actual/no actual** En la conversión de divisas, suposición de que el activo y el pasivo circulante se convierten al actual tipo de cambio, mientras que el activo y el pasivo no circulante se convierten al tipo histórico.
- Método de fuente de tributación** Véase Tributación territorial.
- Método del actual tipo de cambio** En la conversión de divisas, suposición de que todas las cuentas del balance general se convierten al actual tipo de cambio menos la participación de los accionistas, que se convierte al tipo vigente en la fecha de la emisión.
- Método monetario/no monetario** En la conversión de divisas, suposición de que las cuentas monetarias del balance general —entre ellas las cuentas por cobrar— se convierten al tipo actual de cambio, mientras que las cuentas de otra índole —entre ellas las de participación de los accionistas— se convierten al tipo histórico de cambio.
- Método temporal** En la conversión monetaria, suposición de que se convierte al tipo de cambio actual las cuentas monetarias corrientes y no corrientes, lo mismo que las que se incluyen en los libros a su valor presente. Las cuentas asentadas a su costo histórico se convierten en el tipo de cambio histórico.
- Moneda de los informes** Aquella en que una multinacional prepara los estados financieros consolidados. Suele ser la moneda que la compañía matriz usa en sus registros.
- Moneda funcional** En una subsidiaria de una multinacional, es la moneda del ambiente económico primario donde opera esta última. Suele ser la moneda local del país donde efectúa sus negocios.
- Multinacional** Designa la compañía que tiene actividades e intereses empresariales en varios países.

N

- Neutralidad de capital-exportaciones** Suposición de que la carga fiscal impuesta por el país anfitrión a una subsidiaria de alguna multinacional ha de ser igual sin importar la sede de esta última, prescindiendo de la que se imponga a las compañías nacionales.
- Neutralidad fiscal** Principio según el cual la tributación no debería tener efectos negativos en las decisiones de los contribuyentes.
- Neutralidad nacional** Suposición de que en teoría la autoridad hacen-

daria de un país gravará igualmente todos los ingresos, sin importar en qué parte del mundo se obtengan.

O

- Opción** Contrato que da al propietario el derecho —no la obligación— de comprar o vender determinada cantidad de activos a un precio especificado en alguna fecha futura.
- Opción de compra** Opción de adquirir un activo subyacente a un precio especificado.
- Opción de venta** Aquella que vende un activo a un precio previamente especificado.
- Opción estadounidense** Aquella que puede ejercerse en cualquier momento durante la vigencia del contrato.
- Opción europea** Es aquella que puede ejercerse sólo en la fecha de vencimiento del contrato.
- Opción real** Aplicación de la teoría de precio de las acciones a la evaluación de las alternativas de inversión en proyectos reales.
- Orden de mercado** Pedido ejecutado al mejor precio disponible (precio de mercado) cuando se recibe en el mercado.
- Organización Mundial del Comercio (OMC)** Institución internacional permanente creada por la Ronda de Uruguay para sustituir al GATT. Tendrá la facultad de hacer cumplir las reglas del comercio internacional.

Π

- Pagaré de tasa flotante** Bonos de mediano plazo cuyo pago de bonos está indexado a una tasa de referencia, por ejemplo, LIBOR de dólar estadounidense a tres meses.
- Paradoja de Triffin** En el patrón oro de intercambio, el país con moneda de reserva debería tener un déficit en la balanza de pagos, pero ello puede disminuir la confianza en la moneda y arruinar al sistema.
- Paraíso fiscal** País que tiene bajos impuestos al ingreso corporativo y bajas tasas de retención sobre el ingreso pasivo.
- Paridad de expectativas futuras** Teoría según la cual la prima o descuento es igual al cambio de valor que se prevé entre dos monedas.
- Paridad de las tasas de interés (PTI)** Condición del equilibrio de arbitraje según la cual la diferencia de las tasas entre dos países debería ser igual a la prima o descuento por tipo futuro de cambio. Su violación crea oportunidades rentables de arbitraje.
- Paridad del poder adquisitivo (PPA)** Teoría de que el tipo de cambio entre la moneda de dos países debería ser igual a la razón de sus niveles de precio de una canasta de bienes de consumo.
- Paridad no cubierta de la tasa de interés** Sostiene que la diferencia en las tasas de interés de dos países es igual a la fluctuación cambiaria esperada entre sus monedas.
- Parte** Una de los dos elementos de los contratos financieros que aceptan cambiar flujos de efectivo bajo ciertas condiciones.
- Pase del tipo de cambio (exchange rate pass-through)** Relación entre las fluctuaciones del tipo de cambio y los ajustes de precios de bienes que se venden a nivel internacional.
- Patrón oro del tipo de cambio** Sistema monetario en que los países tienen la mayor parte de sus reservas en la moneda de un país. Éste se basa en el patrón oro.
- Patrón oro** Sistema monetario en que las monedas se definen por su contenido de oro. El tipo de cambio entre un par de monedas depende de su contenido relativo de ese metal.
- Pedido límite** Es el que se aparta del precio de mercado y que se mantiene hasta que pueda realizar al precio deseado.
- Políticas flexibles de subcontratación** Estrategia de la administración de la exposición operativa que consiste en contratar en regiones donde los costos de los insumos es bajo.
- Precio de ejercicio** Precio previamente establecido o recibido cuando se ejerce una opción.

- Precio de oferta** Aquel al que un intermediario deberá vender un activo financiero.
- Precio de oferta** Aquel al que los intermediarios comprarán un activo financiero.
- Precio de transferencia** El que con fines contables se asigna a la división receptora para cubrir el costo de transferir bienes y servicios entre divisiones.
- Precio de venta** Véase Precio de oferta.
- Preferencia nacional** En la tenencia de bonos, tendencia de un inversionista a conservar un nivel mayor de valores del país de origen que el óptimo para diversificar el riesgo.
- Préstamo concesionario** El que por debajo de la tasa de interés de mercado ofrece el país anfitrión a una multinacional para estimular los gastos de capital en su territorio.
- Presupuesto de efectivo** En la administración de efectivo, se trata de tener un plan que detalle el momento y la magnitud de los ingresos y desembolsos esperados.
- Prima/descuento futuro** Nivel mayor (o menor) en que el tipo de cambio spot variará en una tasa futura que a menudo se expresa como la desviación porcentual anualizada respecto al tipo spot.
- Privatización** Acto por el cual un país vende la propiedad y deja en manos de particulares la administración de empresas estatales, entregándolas al sistema de libre mercado.
- Problemas de agencia** Los ejecutivos contratados como agentes que trabajan para los accionistas buscan a veces su propio bien a costa de sus clientes, por lo que surgen entonces conflictos de intereses. Los problemas de agencia son especialmente graves en compañías con propiedad difusa.
- Protección cruzada** Consiste en proteger una posición de un activo al tomar una posición en otro.
- Protección del balance general** Su finalidad es aminorar la exposición de una multinacional a la conversión, como la eliminación de la desigualdad del activo y del pasivo netos expuestos, denominados en la misma moneda.
- Protección del mercado de dinero** Método con que se protege la exposición a las transacciones obteniendo y otorgando préstamos en los mercados nacionales e internacionales.
- Protección del mercado de futuros** Método de protegerse contra el riesgo cambiario, en el cual un contrato de divisas se vende o se compra por anticipado.
- Protección del mercado de opciones** Uso de las opciones de compra y de venta para reducir el riesgo de exposición a las transacciones, conservando al mismo tiempo el potencial favorable. La prima por opción es el costo de este tipo de opciones.
- Protección mediante la moneda de la factura** Método de protegerse contra la exposición al riesgo cambiario, al facturarlos en la moneda del país de la compañía.
- Protecciones financieras** Protección de la exposición al riesgo cambiario mediante contratos como los de futuros y de opciones.
- Protecciones operacionales** Método de largo plazo para proteger la exposición cambiaria que incluyen una diversificación del mercado y subcontratación flexible.
- Protector** El que trata de eliminar el riesgo de una fluctuación desfavorable del precio de un activo, mediante una posición compensadora en otro activo, normalmente un contrato de derivados.

P

- Recibo estadounidense de depósito (RND)** Certificado de propiedad emitido por un banco estadounidense que representa un múltiplo de acciones del extranjero que se depositan en ellos. Puede negociarse en bolsas de Estados Unidos o del mercado informal.
- Redes bilaterales** Sistema en que un par de filiales deciden el monto neto que se adeudan y sólo él se transfiere.

- Redes de exposición** Protegen sólo la exposición neta de compañías que tienen cuentas por pagar y cobrar en moneda extranjera.
- Redes multilaterales** Sistema en que todos los miembros comparan sus recibos con los desembolsos, transfiriendo después el saldo o recibiendo según se trate de un pagador o receptor.
- Registro en estante** Permite al emisor de bonos registrar previamente una emisión que se efectuará más tarde.
- Riesgo cambiario** Es el que encara un futuro incierto de los tipos de cambio.
- Riesgo país** Se relaciona desde la perspectiva en la banca y la inversión, de la probabilidad de que los sucesos imprevistos de un país influyan en su capacidad de pago de los préstamos y de repatriación de los dividendos. Abarca los riesgos de carácter político y crediticio.
- Riesgo político** Pérdidas que puede sufrir una compañía matriz a causa de acontecimientos políticos adversos en el país anfitrión.

Σ

- Saldo de efectivo de las transacciones** Fondos que una firma destina a cobrar los egresos programados durante un periodo de presupuestación de caja.
- Saldo precautorio de efectivo** Fondos de emergencia que conserva una empresa por si subestima el saldo en efectivo de sus transacciones.
- Sarbanes-Oxley Act** Ley aprobada por el Congreso de Estados Unidos en el 2002 para fortalecer el gobierno corporativo. Requiere crear una comisión que supervise la contabilidad pública. También que el presidente ejecutivo y el director general aprueben los estados financieros de la compañía.
- Seguridad derivada** Aquella cuyo valor depende del que tenga el título en cuestión: contratos de futuros y de opciones.
- Serpiente (snake)** Versión europea de un sistema de tipo de cambio fijo, que aparece a medida que iba decayendo el sistema de Bretton Woods.
- Servicio bancario internacional (SBI)** Operación de los bancos estadounidenses que funcionan como un banco extranjero en ese país; así que no están sujetos a los requisitos de reserva ni a los de seguro establecidos por la FDIC. Capta depósitos de ciudadanos de otros países y puede prestarles a ellos exclusivamente.
- Sistema Bretton Woods** Sistema monetario internacional creado en 1944 a fin de promover la estabilidad cambiaria después de la guerra y de coordinar las políticas monetarias en el mundo. También llamado sistema de intercambio de oro.
- Sistema de flotación administrada** Creada por el Tratado de Louvre en 1987, permite al Grupo de los Siete intervenir de manera conjunta en el mercado accionario para corregir la subvaluación o sobrevaluación de la moneda.
- Sistema Monetario Europeo (SME)** Sustituyó al anterior en 1979. Su objetivo era lograr la estabilidad monetaria en Europa e impulsar su unificación económica y política.
- Sistema monetario internacional** Modelo institucional con que se efectúan los pagos, se ajustan los movimientos de capital y se determina el tipo de cambio entre las monedas.
- Subsidiaria en el extranjero** Filial de una multinacional que se incorpora independiente en un algún país.
- Sucursal en el extranjero** Filial en el exterior de una multinacional, que no es una compañía independientemente incorporada, sino más bien una ramificación de la empresa matriz.
- Swap de divisas** Una parte intercambia las obligaciones del servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por las obligaciones de otro país, denominadas en una moneda distinta.
- Swap de las tasas de interés con moneda cruzada** Generalmente llamado "swap cambiario". Una de las partes cambia las obligaciones del servicio de la deuda de un bono denominado en una moneda por las de la otra parte, que no están denominadas en la misma moneda.
- Swap de las tasas de interés de una sola moneda** Comúnmente conocida como "swap de la tasa de interés". Aunque existen muchas varian-

tes, todas incluyen cambio del pago de intereses sobre las obligaciones de la deuda que se denominan en la misma moneda.

Swap de pasivo por capital contable Venta de deuda soberana por dólares estadounidenses a inversionistas que deseen invertir capital social en la nación endeudada.

T

Teoría de cantidad del dinero Identidad según la cual en los países el nivel general de precios por la producción agregada debería ser igual a la oferta de dinero multiplicada por la velocidad de éste.

Teoría de la ventaja comparativa Argumento en favor de la existencia del mercado internacional; resulta mutuamente benéfico para los países especializarse en la producciones de bienes que pueden producir muy eficientemente y luego intercambiarlos.

Tipo de cambio cruzado Es aquel que se da entre un par de monedas, ninguna de las cuales es el dólar estadounidense.

Tipo de cambio spot Precio al que una divisa puede venderse o comprarse para entrega inmediata (en un lapso de dos días hábiles).

Tipo real de cambio Mide la desviación respecto al PPP durante cierto periodo a partir del que existe al inicio del periodo.

Transacción con swaps Venta (compra) spot simultánea de un activo contra una compra (venta) a futuro por una cantidad aproximadamente igual al valor del activo.

Transacción inversa La que se realiza en el mercado de futuros y que neutralizará una posición.

Tratado de Basilea Establecido en 1988 por el Bank for International Settlement, crea un modelo para medir el capital suficiente de los bancos en el Grupo de los Diez y en Luxemburgo.

Tratado de Jamaica Acuerdo monetario internacional firmado en enero de 1976, por el cual se aceptaron tipos de cambio flexibles y se abandonó el oro como activo de reserva internacional.

Tratado de Libre Comercio de América del Norte (TLC) Creado en 1994, participan Estados Unidos, Canadá y México en un área de libre comercio. Se propone eliminar los aranceles y cuotas de importación en un plazo de 15 años.

Tratado de Maastricht Tratado firmado en diciembre de 1991, según el cual la Unión Europea fijará en 1999 tipos de cambio irrevocables entre los países miembros e introducirá una moneda común que reemplazará la de cada país.

Tratado general de comercio y aranceles (GATT) Contrato multilateral entre varios países con el fin de impulsar el comercio internacional. Contribuyó de manera importante a aminorar las barreras del comercio mundial.

Tratado Plaza Acuerdo firmado por los Cinco Grandes en 1985, según el cual la depreciación del dólar es una medida adecuada para corregir los déficits comerciales de Estados Unidos.

Tributación mundial Método de declarar la jurisdicción fiscal nacional en que se gravan los ingresos de los residentes de un país, sin importar dónde los hayan ganado.

Tributación residencial Véase Tributación mundial.

Tributación territorial Método de declarar la jurisdicción fiscal en que se gravan todos los ingresos obtenidos en un país por un contribuyente tanto nacional como extranjero.

Y

Unión Europea de Moneda (UEM) Moneda global obtenida de un promedio ponderado de las de los 12 miembros de la Unión Europea. Precursora del euro.

Unión Europea Integración económica regional de la Europa Occidental, actualmente cuenta con 15 estados miembros, en la que se eliminan todas las barreras del libre flujo de bienes, de capitales y de personas. Planea completar la unificación económica, entre otras cosas, con una sola moneda.

Unión Monetaria Europea (UME) Los 11 países de la Unión Europea que fijaban su tipo de cambio en forma irrevocable y que usaban el euro común.

S

Valor a la par Valor nominal de una acción o bono.

Valor de reclamación contingente Véase Seguridad derivada.

Valor intrínseco El valor del ejercicio inmediato de una opción estadounidense.

Valor presente ajustado (VPA) Técnica del valor presente en que se descuentan los flujos de efectivos a varias tasas, con atención al riesgo de los flujos.

Valor presente neto (VPN) Método de presupuestación de capital en que el valor presente de las salidas de efectivo se resta al valor presente de los ingresos esperados para calcular el valor presente neto de un proyecto de inversión.

Ventaja comparativa Concepto utilizado por David Ricardo para justificar el comercio internacional. En concreto, todo mundo saldrá ganando si los países especializan la producción de bienes y servicios en las industrias donde pueden hacerlo más eficientemente (en términos relativos) que en otros países y si realizan el comercio.

Ω

World Equity Benchmark Shares (WEBS) Son fondos negociados en la bolsa y de país abierto diseñados para seguir de cerca los índices del mercado nacional de acciones. Se negocian en la American Stock Exchange (AMEX).

Índice analítico

A

- AAC. *Véase* Ajuste acumulativo por traducción contable
- A/B. *Véase* Aceptación bancaria
- Abauf, N. 160
- ABN Amro, 113, 268, 305-306
- Accione(s). *Véase* Cotizaciones internacionales de acciones; Mercados de capitales
- al portador, comunes, 7
 - sin derecho de voto, 438
 - con derecho a voto, 438
 - comunes, 7. *Véase también* Mercados accionario de, capital cruzadas, 93
 - inversión extranjera directa, 397; *Véase también* Inversión extranjera directa (IED), acervos globales registradas (AGR), 332
 - no restringidas, 439
 - nominativa, 7, 438
 - Yankee*, 327-328
- Accionistas. *Véase también* Mercados de capitales administradores como, 85-86
- adquisiciones en el extranjero y, 408
 - beneficios personales del control y, 95
 - empresas públicas, 79
 - escándalos corporativos y, 9, 96
 - gobierno corporativo y, 80
 - índice de derechos de los, 89-90
 - propiedad concentrada y, 85-86
- ACLP. *Véase* Administración de capital a largo plazo
- Activo(s)
- de capital, 435-437
 - de oficiales de sus reservas, 66
 - expropiación de, propiedad de extranjeros, 411-412
 - intangible, 398, 401
 - internacionalmente negociable, 435
 - negociables internacionalmente, 435
 - no negociable internacionalmente, 435-436, 448
 - ponderado por riesgo, 272-273
 - reserva oficial de, 66
 - restricciones de propiedad de extranjeros, 440
- Acuerdo(s), bilaterales de compensación, 493
- de Jamaica, 32
 - de licencia, 455
 - del Plaza, 33
 - General sobre Tarifas y Aranceles, 14
 - ligados a tipos de cambio fijos convencionales, 34
 - Louvre, 34
 - Smithsoniano, 32, 35
- Adler, Michael, 145, 160, 225n, 333, 336, 386, 446
- Administración, de capital a largo plazo (ACLP), 49, 376-377
- descentralizada de efectivo, 474
 - financiera internacional, 4
- Administración de efectivo, 467-486
- compensación bilaterales en la, 473
 - fijación de precios de transferencia y, 476-483
 - derechos de importación en, 479-480
 - impuesto sobre la renta en, 477-478
 - política de alto o bajo margen de ganancia, 476-477, 482-483
 - regulaciones que afectan a la, 478-479
 - restricciones cambiarias en la, 477
 - separación de fondos de transferencia, 480-482
- fondos congelados y, 483
 - saldos, internacionales y, 467-473
 - precautorios de efectivos en, 473-475
 - sistemas de, 475-476
- Administración del riesgo. *Véase también* Cobertura cambiario, 210-211
- futuros y opciones para, 162
- Administradores, problema de agencia y, 80-88
- Adquisición(es), en el extranjero, 395. *Véase también*
- Fusiones y adquisiciones en el extranjero; Inversión extranjera directa
 - hostiles, 87-88, 327
- ADR. *Véase* Certificado estadounidense de depósito
- Aegon NV, 405
- AFPC. *Véase* Asociación francesa de Compañías privadas
- Aggarwal, R., 202, 221
- Agmon, Tamir, 150n
- AGR. *Véase* Acciones globales registradas
- Aharoni, Yair, 421
- AIG. *Véase* American International Group
- Airbus, Inc., 214
- AISYD. *Véase* Asociación Internacional de Swaps y derivados
- Ajuste acumulativo de traducción contable (AAC), 246, 258
- Alemania
- como país del G-5, 33
 - costo de capital y, 426-431
 - gobierno corporativo en, 83, 85
 - reglas contables, 434n
 - hiperinflación, en el periodo entre guerras, 28
 - inversión extranjera directa y, 395-398
 - métodos de traducción contable, 251
 - multinacionales en, 18
 - patrón oro y, 27
 - tendencias de la balanza de pagos de, 72
 - tradición de ley civil, 88
- Alexander, Gordon, 437, 446
- Aliber, R., 160
- Allayannis, George, 210, 221, 223, 242
- Allen, Michael, 509
- ALMV. *Véase* Asociación Internacional de Mercados de valores
- Ambientes fiscales nacionales, 503-505
- Amazon.com Inc., 508
- América Latina
- concentración de la propiedad en, 85-86
 - crisis de la deuda y, 281
 - expansión de Detroit Motors en, 288-289
 - impuesto al valor agregado en, 503
- American Express Bank, 348
- American & Foreign Power, 410
- American International Group (AIG), 348
- American Stock Exchange (AMEX)
- certificados de depósito en, 426
 - como bolsa de valores de Estados Unidos, 319
 - fondos de inversión cerrados de países en, 371
 - iShares en, 323, 325
 - WEBS en, 375
- AMEX. *Véase* American Stock Exchange
- Amihud, Yakov, 15n, 446
- Amoco, 404
- Amortización de swaps de divisas, 348
- Análisis de, gasto de capital, 483. *Véase también* Presupuestación de capital
- sensibilidad, 461
 - valor justo de Bloomberg, 312, 335
- Ang, James S., 466
- Antigua, 508
- Antillas Holandesas, 298
- Anguila, 509
- Anyane-Ntow, Kwabena, 492 n, 493-494, 497
- Appleby, Spurling & Kempe, 509
- Apple Computer, 81, 84, 403
- Apreciación, en valor, 124, 223, 233, 247
- Arbitraje, 8
- apalancado en renta fija, 377
 - con cobertura de tasas de interés, 135-137
 - definición, 132
 - internacional de mercancías básicas, 146
 - mercancías básicas desagregadas, 144
 - paridad de las tasas de interés y, 135-137
 - transacciones de, 110
 - triangular, 121
- Archer Daniels Midland Co., 509
- Área monetaria óptima, 43
- Arpan, Jeffrey S., 21, 250, 263
- Arthur Andersen Co., 84
- Asimetría de la información, 207
- Asistencia gubernamental a exportaciones, 491-492
- Asociación, de suscriptores, 303
- Francesa de Compañías Privadas (AFCP), 20
 - Internacional de Mercados de valores, (ISMA), 306
 - Internacional de Swaps y Derivados, 349
- Asprem, Mads, 333, 336
- AT&T, 296
- Atrinchamiento de los administradores, 81
- Aubey, R., 221
- Auhill, Richard, 207
- Aumento del precio del petróleo, 280
- Australia
- inversión extranjera directa y, 396, 398
 - inversión en Nueva Zelanda por, 16
- Aversión al riesgo agregado, 435-436
- AXA Group (AXA-UAP), 405
- Ayasse, Manfred, 236-237
- Ayuda gubernamental, en exportaciones, 491-492

B

- Bacon, Louis, 376
- Bailey, Warren, 372n, 380, 386, 446
- Baker, Stephen A., 21
- Balance general, y consolidación de (EMN), 252-256
- Balanza de pagos, 59-77, 282
- acumulada, 65
 - contabilidad de, 60-68
 - cuenta de capital en la, 64-66
 - cuenta corriente en la, 61-64
 - cuenta de reserva oficial en la, 66-68
 - contabilidad del ingreso nacional y, 77
 - en México, 76
 - igualdad de la (IBP), 68-70
 - patrón oro y, 30
 - tendencias en la, 70-73
 - tipos de cambio flexibles y, 53, 69
 - USA (2004), 62

- Banca de inversión, 267
- Banca interestatal, 270
- Banca internacional, 109, 266-274. *Véase también*
- Mercado de dinero
 - crisis de la deuda y, 279-285
 - bonos Brady en, 283-284
 - en, Asia, 285
 - Japón, 284
 - historia de, 279-281
 - swaps de deuda por capital, 281-283
 - Glass-Steagall Act y, 10
 - mercado internacional de dinero y, 274-279
 - normas de adecuación de capital, 272-274
 - razones de, 267-269
 - relaciones bancarias corresponsales en, 111
 - servicios de la, 266-267
 - tipos de oficinas, 269-272
- Banca Intesa, 268
- BancAmerica Corp., 280
- Banco(s), Bilbao Vizcaya Argentaria, 268
- central. *Véase también Sistema de la Reserva Federal*
 - diversificación de reservas, 68-69
 - européico (BCU), 11, 40-41, 67, 205
 - intervención en el mercado de divisas, 110
 - comerciales, 10, 267
 - de Francia, 31
 - de la ley Edge, 270-271
 - de México, 282
 - de servicios múltiples, 267
 - filial, 270
 - Industrial de Japón, 155
 - Industrial y Comercial de China (BICCH), 2
 - Internacional de Pagos (Bank for International Settlements) (BIS), 47, 106, 272
 - estadísticas, 114
 - Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo (BIRD), 29
 - Mundial
 - contracomercio, 492, 495
 - deuda pendiente de los países menos desarrollados, 280
 - disminución de la producción industrial, 50
 - primer swap de divisas, 338
 - riesgo político y, 443
 - sistema Bretton Woods, 29
 - Nacional de Kuwait, 298
 - preferencial (eurobanco), 275
 - subsidiarios, 270
 - universales, 267
- Bank of America, 101, 268, 305, 348
- Bermuda, Ltd., 509
 - China, 268
 - England, 27, 29, 162
 - New York, 348, 427
 - N.T. Butterfield & Son, Ltd., 509
- Banker's Trust NY Corp., 280
- Banque Paribas, 8
- Barclays Bank, 61, 155, 268, 305-306
- Capital, 301
 - Global Investors, 323, 325
- Barings Bank, PLC, 162, 273
- Barone-Adesi, Giovanni, 183n, 184, 188
- Barreras comerciales, 6-7
- Barron's*, 288
- Bartov, Eli, 242
- Bartter, Brit J., 181n, 188
- Base de tasa flotante, 280
- Basel Accord, 272-273
- Bayer, 395
- BBC News, 79
- BCE. *Véase* Banco Central Europeo
- BDPI. *Véase* Balanza de pagos, igualdad de la Capacidad de endeudamiento, 455
- Bechtel Group, 419
- Beck, T., 96, 102
- Beckers, Stan, 333, 336
- Beecroft, Nick, 112
- Beneficios personales del control, 95
- Benet, B., 202, 221
- Benetton, 87
- Berkshire Hathaway, 84
- Bermuda, 508-509
- Beta(s) (volatilidad), 223, 361, 370, 424-425
- Forex, 223-224
 - mundial, 361, 370n
- BIBOR. *Véase* Tasa interbancaria de oferta de Bruselas
- BICC. *Véase* Banco Industrial y Comercial de China
- Bienes no comerciables, 333
- Biger, Nahum, 182n, 188
- Billiton PLC, 405
- Bimetalismo, 26
- BIRD. *Véase* Banco Internacional para la Reconstrucción y el Desarrollo
- BIS. *Véase* Bank for International Settlements
- Bischel, John E., 512
- Black, Fischer, 182n, 188, 446
- Blair, Tony, 57
- Blum, León, 29
- BM&F Exchange (Brasil), 167, 174
- BMW Motor Co., 17, 234, 237, 407
- BNP Paribas, 268, 305-306
- Bodie, Zvi, 21, 278n, 289, 446
- Bodnar, Gordon, 242
- Bodurtha James hijo, 184, 188
- Boeing Corporation, 60
- Bokos, W.J. 475, 486
- Bolsa, Automatizada de Estocolmo (SAXESS), 328
- de Corea, 167
 - de Londres
 - Cadbury Code y, 98
 - certificados de depósitos globales y, 374
 - cotizaciones cruzadas, 325, 430-431, 433-434
 - miembros extranjeros, 10
 - de Luxemburgo, 327
 - de Madrid, 320
 - de Nueva York (NYSE)
 - certificados estadounidenses de depósito, 426
 - como bolsa de Estados Unidos, 319
 - cotizaciones cruzadas, 5, 422, 430-431, 433
 - DaimlerChrysler GRS en, 332
 - fondos de inversión cerrados de país en, 371
 - globalización de los mercados y, 10
 - medidas de protección al inversionista, 98
 - Norex, 328
 - de París, 320
 - Frankfurt, 332
 - Mexicana de Derivados, 167
 - Singapur, 171
 - Tel-Aviv, 174
 - Tokio, 10, 422
 - Singapore, 328
 - Valores de Toronto, 320
 - Zurich, 320, 439
- Bolsa/mercado de valores. *Véase también* Cotización internacional de acciones; Mercados de capitales
- caso, 335-336
 - colapso de, en Japón, 284
 - desregulación de, 10
 - emergentes, 315
 - européicos, 327-328
- estructura de mercado, 319
- prácticas de intercambio de, 319-320
 - rendimientos de los 12 grandes, 359-360
 - selección del portafolio óptimo, 359-369
 - volatilidad del mercado, 359
- Bondi, Enrico, 101
- Bonos
- al portador, 295
 - Brady, 283-284
 - Bulldog*, 295
 - con derecho a compra de acciones, 298
 - convertibles, 298
 - cupón cero, 298
 - de, desempeño inicial, 163
 - eurodólares, 465
 - moneda doble, 298-299
 - tasa fija, 297
 - del Tesoro de Estados Unidos, 296
 - denominaciones monetarias de, 293-294
 - desempeño, de mantenimiento, 164
 - inicial de, 163
 - domésticos libres de riesgo, 380
 - eurobono, 294
 - eurodólar, 295, 465
 - europagarés de mediano plazo, 297
 - extranjeros, 294
 - Gensaki, 140
 - globales, 296
 - moneda doble, 298-299
 - ordinario de tasa fija; 297-299
 - pagarés de tasa flotante, 297
 - registrados o nominativos, 295
 - relacionados con capital, 298
 - samurai*, 295
 - sin cupón (con separación de cupón), 298
 - tenedores *kairitsu de*, 428
 - Yankee*, 295, 296, 343
- Bonser-Neal, C., 372n, 386
- Booksonbiz.com, 508
- Boom de créditos, 49
- Boon, P., 95, 102
- Booth, Lawrence D., 453, 455n, 466
- Bowerman, Bill, 21
- BP. *Véase* British Petroleum Co. PLC
- BP Amoco PLC, 405
- Brady, Nicolas F., 283
- Brasil
- inversionistas extranjeros y, 356
 - riesgo político de, 410
 - tranvías eléctricos, 410
- Bratch, Paven, 508-509
- Brau-Beteiligung AG, 301
- Brauer, G., 372n, 386
- Breach, A., 95, 102
- Brealey, Richard A., 460n, 466
- Bridgewater Associates, 68-69
- Bris, Arturo, 40, 57
- British East India Company, 420
- British Petroleum Co. PLC (BP)
- acciones cotizadas internacionalmente, 10, 422
 - como empresa pública, 79
 - como multinacional, 17-18
 - fusiones y adquisiciones internacionales, 404-405
- British Telecommunications PLC, 405
- Brunner, M., 243
- Brussels Interbank Offered Rate (BIBOR), 274
- Budapest Commodity Exchange, 167
- Buffet, Warren, 84
- Bundesbank, 40
- Bush, George H., 283
- Bush, George W., 20
- Bush, Robert, 206

X

- Cable & Wireless PLC, 508
- Cadbury, Code (Reino Unido), 83, 98-99, 434n
- Committee, 83, 98-99, 434n
- Company, 98
- Cadbury, Sir Adrian, 98
- Calian, Sara, 5n
- Calificación, crediticia, en mercado de bonos, 300-303
- de crédito soberano, 302, 304
- del grado de inversión, 300
- California Public Employees Retirement System (CAPERS), 84
- Cámara de compensación
- en el mercado de, eurobonos, 170
- futuros, 165
- Cambio incremental, en presupuestación de capital, 450
- Campbell, Bill, 84
- Canadá
- inversión directa extranjera y, 395-398
- métodos de traducción contable, 251
- Canadian Fund, 396
- Canal de Suez, 411
- Canasta de mercancías básicas estandarizadas, 141
- Cantor, Fitzgerald, 113
- Cap Gemini SA, 405
- Capital; 422-448. *Véase también* Presupuestación de capital
- básico de nivel I, 272
- complementario de nivel II, 272
- costo de, 423-431
- en, mercados segmentados frente a integrados, 424-426
- varios países, 426-43
- cotización internacional de acciones y, 431-444
- propiedad de capital extranjero y, 437-442
- valuación de activos con, 435-437
- de deuda de nivel III, 272
- estructura financiera subsidiaria en, 442-444
- Internacional del Tesoro de los EU (TIC), 69
- principal, 338
- suficiente de los bancos, 272
- Capitalización de los países, 313-316
- del mercado en países, desarrollados, 314
- subdesarrollados, 315-316, 318
- Características estandarizadas en contratos de futuros, 163
- Carlsberg, 301
- Carnation, Inc., 64, 439
- Carnegie-Mellon University, 509
- Carta a plazo, 488
- de crédito (L/C), 488, 490
- Magna, 20
- Cassel, Gustav, 141
- Cast Consultants, 113
- Castro, Fidel, 411
- Catálogo Mac Warehouse, 84
- Cate Vince, 509
- CATS. *Véase* Certificates of Accrual for Treasury Securities
- Caves, Richard, 401, 421
- Cedel International, 306
- CEE. *Véase* Comunidad Económica Europea
- Center for Strategic and International Studies, 224
- Centro(s), bancario extraterritorial, 271
- de compensación, 470
- de refacturación, 206
- financieros internacionales, 267
- Certificado de depósito, 328. *véanse también* Certificado estadounidense de depósito; Certificado de depósitos global
- de Singapur, 328
- de la Tesorería Estados Unidos, 298
- europeos, 426
- global (CDG), 328, 374, 426-427
- negociable (CDN), 275
- estadounidenses de depósito no patrocinados, 331
- Certificado estadounidense de depósito (ADR)
- diversificación internacional con, 370, 374
- en hojas rosas, 377
- en mercado extrabursátil, 430
- estudios sobre, 331-332
- los más rentables, 376
- patrocinados, 331
- reportados en hojas rosas, 377
- tipos de, 331
- ventajas de, 328-330, 374
- Certificates of Accrual of Treasury Securities (CATS), 298
- Chan, K. C., 425, 446
- Chan, K. H., 221
- Chan, Kalok, 377, 380, 386
- Chang, E., 371n, 373n
- Chaplinsky, Susan, 433n, 446
- Chase Manhattan Bank, 60, 208
- Chase Manhattan Corp., 280
- Checkpoint Systems, Inc., 207
- Cheetham, Stephen, 236-237
- Cheil Chedang, 93
- Chemical New York Corp., 280
- Cheung Kong Holdings, 93
- Chicago Mercantile Exchange (CME), futuros de divisas, 165-166, 174, 215
- contratos en eurodólares, 171
- productos de divisas internacionales, 109
- Chile, 51
- China
- como acreedor de Estados Unidos, 73
- compra de valores norteamericanos por, 69
- concentración de la propiedad y, 85
- crisis monetaria asiática y, 51
- en Organización Mundial de Comercio (OMC), 14-15
- inversión extranjera directa y, 395-398
- tendencias de la balanza de pagos, 72
- Chinn, Menzie David, 122, 131
- CHIPS. *Véase Sistema de compensación de pagos interbancarios* (Clearing House Interbank Payments System
- Choi, Jongmoo, 223, 242
- Choque, asimétrico, 40, 43-44, 231
- de costos, 233
- Chrysler Corp.
- adquisición por Daimler-Benz, 332, 404, 406
- exposición operativa y, 232
- swap deuda por capital, 281
- Chuppe, T., 386
- Churchill, Winston, 29
- Ciclo de vida del producto, 398, 403
- CIF. *Véase* Confederación de la Industria Francesa
- Cifra, grande, 117
- pequeña, 117
- Circon Corp., 207
- Citibank, 282, 348, 427
- Citicorp., 280
- Citigroup Inc.
- como, banco más grande del mundo, 268
- suscriptor de bonos, 305-306
- eurobono a 10 años, 301
- operaciones de fusiones y
- adquisiciones internacionales, 405
- riesgo de gobierno corporativo y (caso Parmalat), 79, 101
- Claes, A., 301-305, 312
- Claessens, S., 102
- Clarix Software, 84
- Clearstream International, 306
- Client-Knowledge, Inc., 108, 113
- Cliffe, Mark, 69
- Clinkard, Anne P., 475, 486
- Clinton, William J., 46-48
- CLS Services Limited, 111
- CME. *Véase* Chicago Mercantile Exchange
- CML. *Véase* Línea de mercado de capitales
- CND. *Véase* Certificado de depósito negociable
- CNN Financial New Network, 20
- Coase, Ronald, 81n, 102
- Cobertura(s)
- a través del mercado de dinero, 196-198
- análisis de los ingresos en riesgo por, 261
- balance general, 257
- cambiaría cruzada, 201-202
- con, contratos a plazo, 228, 258
- derivados, 208-209, 258
- contratos de futuros en eurodólares, 171-172
- cuentas por pagar en moneda extranjera, 200-201
- de futuros del eurodólar, 172
- del balance general, 257
- derivados, 258
- de divisas, 210
- en el mercado, de opciones, 198-200
- forward o a plazo, 194-196
- Ex ante/ex post*, 304-305
- exposición operativa y, 232-233
- exposición por transacción, 207-210
- cobertura cruzada cambiaría, 201-202
- contable, 257
- contingente, 203
- contratos swap, 203-204
- decisiones sobre, 207-210
- mercado a plazo y, 194-196
- mercado de dinero, 196-198
- mercado de opciones, 198-200
- moneda de facturación, 204-205
- opción de divisas, 216
- pagos acelerados y demorados, 205
- financiera, 237
- formas comúnmente usadas, 210-211
- incorporadas, 225
- inversión en portafolio como, 370, 375-377
- operacional, 237
- por, Merck & Co., 237-239
- Porsche AG, 236
- procedimiento de cinco pasos de la, 238-239
- riesgo cambiario, 388-389
- sesgo doméstico en inversión como, 380
- tesis de Miller-Modigliani, 208
- transacciones de, 164, 170, 172
- Coca-Cola Co.,
- como vendedor de bonos corporativos, 312
- inversión extranjera directa por, 64, 395, 401
- políticas de administración del riesgo, 242
- Code Napoleon, 90
- Code of Best Practice (Caldbury Committee), 83, 98-99, 434n
- Codificación de reglas legales, 88
- Código justiniano, 90
- Coefficiente(s), de exposición, 226
- del pase, 234
- Cohn, Richard, 425n, 446
- Coinage Act de 1792, 26
- Coler, Mark, 377
- Collins, Daniel P., 166
- Collins, J. Markham, 475, 486
- Columbia University, 44
- Comercio. *Véase también* Finanzas del comercio Internacional

- balanza comercial, 62
barreras comerciales, 6-7, 398-400
de, activos internacionales, 435
divisas, 108-109. *Véase también* Mercado de divisas
mercancías, 62
déficits comerciales, 413
electrónico, 108-109
en mercado al contado FX, 117-118
en orden inverso, 165
especulativo, 110, 122, 125
intangibles, 62
internacional. *Véase* Comercio
instrumentos derivados, 273
liberalización del, 4, 13-15
malintencionado de derivados, 273
moneda contra moneda, 119
operación de reapertura, 165
sistema GLOBEX del, 165
ventaja, comparativa. *Véase* Teoría de la ventaja
comparativa
absoluta, 22
- Comisión
de corretaje fijo, 10
del mercado de futuros, 165
del Mercado de Valores (SEC)
informe anual (10-K), 242
presentación de estados financieros y, 377
protección a accionistas por la, 87
reforma del gobierno corporativo y, 96-98
registro de emisiones con (144A), 427
requisitos, contables y de divulgación, 327
de reglas contables, 434
Securities Exchange Act of 1934, 295
del suscriptor, 303
fija de corretaje, 10
por corretaje, 10
- Comité de Basilea para la Supervisión de la Banca, 51
Commerzbank Overseas Finance B.V., 155, 298
Compañías en línea, 508-509
Compensación, entre filiales, 467-473
multilateral, 470, 475
Competencia, 404
Compra total apalancada (CTA), 86n
Comprador institucional calificado (CIC), 427
Computer Assisted Trading System (CATS), 320
Comunidad Económica Europea (CEE), 35
Concentración, de mercado, 318-319
Confederación de la Industria Francesa (CIF), 20
Conferencia de Comercio y Desarrollo de las Naciones
Unidas (UNCTAD), 17
Conjunto de oportunidades expandido, 7-8
Connolly, Robert, 243
Conocimiento (nota) de embarque, 488
Consejo, de administración, 79, 83
monetario, 34
colapso de Argentina, 52-53
- Consolidación
del mercado automotriz, 406
del balance general, 252-255
de estados financieros, 193
Consorcio financiero, 276
- Contabilidad
balance de pagos, 60-68
cuenta corriente, 61-64
cuenta de capital, 64-66
cuenta de reserva oficial, 66-68
de asiento doble, 60, 63
de partida doble, 60, 63
ingreso nacional, 77
transparencia de, 86
- Contracomercio, 487, 492-495
Contracompra, 493-494
- Contraparte, 337
calificación crediticia de la contraparte, 302
- Contrato(s)
a plazo o forward, 200-201, 206, 228, 258
cobertura con, 200-201, 206, 228, 258
popularidad de, 210
cobertura. *Véase* Cobertura
completos, 81
con incentivo, 83-84
con tasa de interés a plazo (o forward), 266,
277-279
cumplimiento de, 6
de, futuros ajustados al mercado (*marked-to-market*),
163
de futuros conciliados (*settled-up*), 163, 171
opciones, 172-173
cambiarías, 201
retiro voluntario de 1981 (Japón), 394
vencimiento cercano, 167
swap, 203-204, 349
- en eurosuizos, 171
en euroyenes, 171
futuros, 163-165
de euromoneda, 171
de mercancías básicas, 202
negociables en la bolsa, 163
de tasas de interés, 171-172
más cercano, 167
monto, en futuros, 163
popularidad de, 210
- Control(es) corporativo, 87-88
de capital, 139n
derecho residual del, 81
propiedad y, 91-95
- Convención de la Organización para la Cooperación y el
Desarrollo Económico, 479
- Convenios de compensación, 493
- Convergencia de las economías, 38, 170
- Convertibilidad, de moneda, 413
- Coolidge, Calvin, 15
- Cooper, Ian, 377, 378n, 380, 386
- Cooper, Richard N., 57
- Core Principle of Effective Banking Supervision* Comité
de Basilea para la Supervisión de la Banca (Basel
Committee on Banking Supervision), 51
- Corea. *Véase también* Corea del Sur
desregulación y, 356
emisión de bonos globales en, 296
gobierno corporativo en, 78
- Corea del Sur. *Véase también* Corea
análisis del riesgo político, 414
- Corporación(es), 505, 510. *véanse también* Gobierno
corporativo; Mercados de patrimonio;
Multinacionales; Impuestos
Federal de Seguros de Depósito (Federal Deposit
Insurance Corporation, FDIC), 270
Financiera Internacional (IFC), 348, 443
- Corporate Taxes: Worldwide Summaries*
(PricewaterhouseCoopers), 499-500
- Corredor(es)
central, 319
de, bolsa, 319
capital internacional, 319
divisas, 110. *Véase* corredor FX
swaps, 338
del corredor, 319
en mercado de, eurobonos, 306
swaps, 338
FX, 110
- Correlación, entre países, 358
intrapais, 358
- Corrupción, 417
- Costo de capital
cotizaciones internacionales, 431-435
de subsidiarias, 443-444
definición, 423
deuda y, 427-430
contra capital, 429
diferencias entre países, 426-431
en mercados segregados frente a integrados, 424-426
empresa financiada totalmente con acciones,
423-424
modelo de fijación de precios del activo de capital,
424-426
fijo, 442, 448
promedio ponderado de, 423, 452, 455
total, 341
restricciones de propiedad de participación, 437-442
tasa interna de rendimiento y, 423
total accionario 465
empresa financiada sólo por acciones, 451
valuación de activos no negociables, 448-449
- Costo(s), de oportunidad, 23
- de transacciones
diferenciales, 207
inversión extranjera y, 380
reducidos, moneda común y, 42
- de transporte, 460
laborales, 400
por incumplimiento, 208
- Cotización(s), a plazo, 123, 138, 150
cruzada, 325-327
de acciones en el extranjero, 87, 435-444. *Véase
también* Cotizaciones Internacionales de acciones
estructura financiera de subsidiarias en, 442-444
fijación de precios del activo de capital, 435-437
futuros, 169
mecanismo de gobierno corporativo y, 87
precios de, 331
propiedad de capital extranjero de, 437-442
tipo de cambio cruzado, 118-119, 125
swaps, 339-340
ventajas de la, 10-11, 325, 327
- de tipos de cambio cruzados, 118-120, 125
directa, 114
en el mercado a plazo, 123
indirectas, 114
mercado al contado de divisas, 114-116
- Countertrade Outlook*, 495
- Courtadon, George, 184, 188
- Covrig, Vicentiu, 377, 380, 386
- Cox, John C., 169n, 181n, 188
- Cramer, R., 221
- Creación de exportaciones, 483
- Creador de mercado, 282, 306, 338
- Credit Suisse First Boston, 301, 305-306, 405-406
- Credit Suisse Group, 268
- Crédito, directo por pago de impuestos en el extranjero,
505
fiscal supuestamente pagado, 505
indirecto por pago de impuestos en el extranjero, 505
- Créditos por pagos de impuestos en el extranjero
cálculo, 506
definición de, 504-505
empresa extranjera controlada y, 510
límites de, 499
tipos de, 504-505
- Crisis, de deuda del Japón, 284
del peso, 46-48, 76, 224
internacional de la deuda, 279-284
monetaria de Asia, 48-52, 285
- Crisis por la deuda, 279-285
bonos Brady en, 283-284
en Asia, 285

en Japón, 284
 en el Tercer Mundo, 492
 historia de las, 279-281
 swaps de deuda por capital en, 281-283
 Crowd trading (mercado de viva voz), 320
 CTA. *Véase* Compra total apalancada
 Cuenta(s), corriente, 61-64, 71-73
 de capital, 61, 64-66, 71
 de reserva, 61, 66-68
 del balance general, 245
 oficial de las reservas, 61, 66-68
 por pagar en moneda extranjera, 200-201
 patrimonial de ajuste por traducción, 246
 Culp, Christopher, 208-209
 Cumbre Económica del Grupo de los Siete, 33-34
 Cumby, R., 387

▲

Daehan Telecom, 97
 Daewoo Group (Corea)
 fracaso de, 78, 87, 96
 interés de GM en, 406
 Dahya, Jay, 98n, 99, 102, 434n, 446
 Daimler-Benz AG, 93, 234, 404-405, 434
 DaimlerChrysler AG
 cotización cruzada por, 5
 coberturas cambiarias y, 236-237
 como, empresa pública, 79
 resultado de fusión, 332, 406-407
 en la Bolsa de Nueva York, 10
 euro y, 12
 inversión extranjera directa por, 395
 Datos macroeconómicos, 46
 Davidson, Paul, 72-73
 DeBeers Consolidated Mines, 405
 Deber, de lealtad, 79
 fiduciario, 81
 Debido cuidado, 413
 DeCeuster, Marc J. K., 301-303, 312
 Deducciones, de impuestos, 504
 Déficit, comercial, de Estados Unidos, 31, 62
 de la balanza de pagos, 30-31
 Deflactor de precios, 11
 DeGeorge, Francois, 20n
 Deloitte & Touche, 224
 Deloitte Touche Tohmatsu, 101
 Delta Airlines, 214
 DEG. *Véase* Derechos especiales de giro
 Demanda elástica, 231-232
 Demaskey, A., 221
 Demsetz, H., 102
 Deng Xiaoping, 14
 Denis, D., 80n, 102
 Departamento de Comercio de Estados Unidos, 11, 492
 Energía de Estados Unidos, 420-421
 Depósito, central de efectivo, 428, 471-473
 de efectivo centralizado, 470, 472
 Depreciación, 49
 ahorros fiscales con la, 452, 458
 cobertura de derivados y, 258
 de monedas, 28
 efecto de conversión y, 230-231
 métodos de traducción y, 247
 tipos de cambio a plazo o forward y, 123
 sesgo doméstico y, 376
 sin cobertura, 258
 Deprimir la economía, 235
 Derecho(s), consuetudinario inglés, 88, 95
 de importación *ad valorem*, 479-480
 especiales de giro (DEG), 31, 66
 residual de control, 81

Desbordamiento de la volatilidad, 434
 Descubrir los precios, 169
 Descuento
 a plazo, 126-127
 de pagarés a mediano plazo, 490-491
 en fondo de inversión cerrado del país, 372
 prima a plazo o forward, 126-127
 Desequilibrio, 72
 de la balanza de pagos, 53, 69
 Desregulación de los mercados financieros, 10-11, 356
 Desviación de comercio, 493
 Desviación estándar, 383n
 del portafolio, 475
 Deuda, 65. *Véanse también* Mercado de bonos; Bonos
 como remedio al problema de agencia, 86-87
 costo de la, 427-428
 creencias islámicas y, 491
 del Tercer Mundo. *Véase* crisis de la deuda
 en costo promedio ponderado de capital, 423
 excesiva, 86
 servicio de deuda a tasa fija por tasa fija (swap), 338, 345
 ventajas y desventajas de, 86-87
 Deutsche Bank
 clasificación mundial, 268
 como las hojas rosas de los Certificados
 estadounidenses de depósito, 377
 como suscriptor de bonos, 305-306
 Daimler-Benz y, 93
 DaimlerChrysler y, 406
 Metallgesellschaft y, 209
 Parmalat y, 102
 Trust Company Americas, 348
 Deutsche Börse Clearing, 306
 Deutsche Telekom AG, 296, 405
 Devaluación monetaria, 47
 Dhia, D., 21
 Diferenciación, del producto, 236
 Diferencial
 de Costos de transacción, 207
 entre precio de compra y venta, 116-117
 primas por calidad (DDC), 340-341, 348, 350
 prima por riesgo de incumplimiento, 341
 de Gault, Charles, 31
 tasas del impuesto sobre la renta, 477-478
 Dinámica general, 494
 Dinero. *Véase también* Administración de efectivo;
 Monedas; tipo de cambio; Sistema Monetario
 Internacional
 ley de Gresham, 26
 poder adquisitivo del, 106
 teoría de cantidad del, 161
 velocidad del, 161
 Diocleciano, Caio, 39
 DIP. *Véase* Diversificación internacional de portafolio
 Diversificación. *Véase también* Inversión de portafolio, 65
 concentración de mercado y, 318
 de reservas del banco central, 68-69
 del mercado, 235-236
 del riesgo de portafolio, 357-359
 ganancias de la, 358, 364-365
 internacional del portafolio (DIP), 316. *Véase también*
 Cotización cruzada
 certificados de depósito estadounidenses (ADR),
 374-375
 coeficientes de concentración y, 318-319
 diversificación del riesgo, 357-359
 fondos de, cobertura y, 375-377
 país y, 371-374
 ganancias de la, 365
 mercados emergentes, generalizados, 316
 World Equity Benchmark Shares y, 375

inversión extranjera directa como, 398, 403-404
 para reducir la exposición cambiaria, 235-236
 requisitos de Internal Revenue Service para la, 323
 riesgo de portafolio y, 357-359
 Dividendo de certificados estadounidenses de depósito,
 328
 como pago de la subsidiaria, 505, 507
 deuda como sustituto de, 86
 flujos de efectivo disponible como, 81
 tasa tributaria general sobre, 501, 504
 Djankov, S., 102
 Doidge, Craig, 87, 102, 433, 446
 Doble tributación, 504
 Dólares
 crisis cambiaria asiática y, 48-49
 como, denominación de bonos, 249-295
 moneda global, 12
 contratos de futuros de tasas de interés en, 171-172
 déficit de cuenta corriente y, 72-73
 en, el sistema monetario de Bretton Woods, 30
 mercado, a plazo, 123
 interbancario, 114-115
 reservas mundiales, 67-69
 estadounidense
 como moneda dominante global, 12
 déficit de la balanza de pagos y, 72-73
 diversificación de la reserva del banco central y,
 68-69
 en el sistema Bretton-Woods, 30-32
 euro y, 11, 39, 41, 44-45
 fluctuaciones del, desde 1965, 33
 paridad, de las tasas de interés y, 133-141
 poder de compra, 141-147
 peso, argentino y, 52
 mexicano frente al, 47
 tasa de interés en Estados Unidos y, 65
 yen frente al, 64
 Dominguez, Kathryn M., 122, 131
 Dominio de operaciones, 11
 Dooley, John, 207
 Dornbusch, Rudiger, 243
 Dorchester, Ltd., 465
 Doukas, John, 408, 421
 Dow Jones Company (DJ), 323
 Drawnandquartered.com, 509
 Dubashi, Jay, 420
 Dufey, Gunter, 221, 243, 279n, 289
 Duffy, Terry, 166
 Duisenberg, Willem, 40
 Dullum, Kare, 430, 431n, 447
 Dumas, Bernard, 225n, 242, 386
 Dunn, Noel, 312
 Dunning, John, 421
 Dutch National Bank, 40
 Dyck, Alexander, 95, 97n, 102

E

E*Trade Group, Inc., 508
 EAFE. *Véase* European, Australasia, Far East (EAFE)
 Index
 Eaker, Mark, 243
 Eaton, Robert J., 406-407
 EBS. *Véase* Electronic Broking Services
 ECGD. *Véase* Exports Credits Guarantee Department
 ECHO. *Véase* Exchange Clearing House Limited
 Economía(s), altamente inflacionaria, 250-256
 centralmente planificadas (ECP), 495
 de escala, 17-19
 mundial, 4
 Economist, The, 73, 141-143, 157
 ECP. *Véase* Economía centralmente planificada

- ECU (European Currency Unit). *Véase* unidad monetaria europea
- Edge, Walter E., 270
- Edwards, Robert, 509
- Edwards, Sebastian, 63, 76
- EEC. *Véase* Empresa extranjera controlada
- Efecto, atrincheramiento, 85-86
- boomerang*, 401
- competitivo en el flujo de efectivo, 230
- conversión, 230
- de, alineación, 85-86
- Fisher, 147-149
- internacional (EFI), 148
- la curva J, 63
- Eficiencia relativa, 23
- Eichengreen, Barry, 57
- Ejecutivo principal, en venta de bonos, 303
- Electronic Broking Services (EBS), 108, 110, 112
- Elgar, Edward, 73
- Eli Lilly & Co., Inc., 430
- Ellison, Larry, 84
- Emerging Market Database, 315
- Emerging Market Government Bond Index (EMBI), 308
- Emisor de calificación crediticia, 302
- Empresa, extranjera no controlada, 505
- pública, 79. *Véase también* Gobierno corporativo que maximiza el valor, 423
- Endleson, Michael E., 466
- Enfoque, basado en la calificación interna del riesgo crediticio, 273
- bursatilización del riesgo de crédito, 273
- mercados segmentados frente a integrados, 424-426, 436
- de aditividad del valor, 452
- del precio de reventa, 478
- estandarizado de riesgo de crédito, 273
- fundamental para pronosticar el tipo de cambio, 150-151
- monetario (pronóstico del tipo de cambio), 150, 161
- técnico (pronóstico del tipo de cambio), 151-152
- Enron Development Corporation, 6, 411
- Enron Corporation
- escándalo corporativo, 9, 20, 78
- fraude contable y, 86
- políticos de Bombay y, 419-421
- quiebra de, 96
- Entrada/salida de capitales, 64
- Equidad tributaria, 499
- Equilibrio(s), del mercado internacional de capitales, 442, 448
- por arbitraje, 132-133, 138
- Ernst & Young, 480-481
- Errunza, Vihang, 387, 446
- Escándalos corporativos
- administradores frente a accionistas y, 9
- Bush (George W.), ideas de, sobre, en el Reino Unido, 98
- reforma del gobierno corporativo y, 96
- transparencia contable y, 86
- Escuela de Economía de Chicago, 161
- Esser, Klaus, 9
- España, inversión extranjera directa y, 395-398
- Especialista, en bolsa de valores, 319
- Especulador
- mercado de futuros, 164
- opciones, 187
- Estado de resultados, 245-247
- Estados Unidos. *Véase también las entradas de las agencias gubernamentales de Estados Unidos*
- balanza de pagos déficit de la, 61, 72-73
- en el 2004, 62
- tendencias de la, 70-71
- bimetalismo de, 26
- costo de capital en, 426-431
- entradas de capital a, 64
- exposición al tipo de cambio, 223
- gobierno corporativo en, 83, 85
- mercados de capital
- ADR. *Véase* Certificados estadounidenses de depósito
- bolsas de valores, 319
- continuos, 320
- cotizaciones cruzadas, 327
- oferta de acciones *Yankee*, 227
- inversión extranjera, 356
- mercado extrabursátil, 319
- medida Sharpe del desempeño, 361-362, 365
- regulación de los valores, 296
- neutralidad de capital-importaciones en, 499
- reglas de contabilidad, 434
- salidas de capital de, 64
- superávit de capital, 64
- Esterilización del oro, 29
- Estrategia, de aceleración/demora, 205, 483
- de inversión adaptadas a los principios de Shari'ah, 491
- defensiva, al detalle, 268
- del mayoreo, 268
- Estructura de capital. *Véase también* Costo de capital de subsidiarias, 442-444
- internacionalización, 430
- multinacional, 422
- óptima, 423
- razón deuda/capital, 427
- Estructura, de correlación internacional, 358
- financiera subsidiaria, 442-444
- óptima de capital, 423
- piramidal corporativa, 91, 93
- Eun, Cheol S., 12n, 153, 154n, 160, 333, 336, 366n, 368, 369n, 371n, 373n, 379, 387, 409, 421, 437, 440, 446
- EURIBOR; 275
- Euro
- adopción del, 25, 39
- beneficios del, 12-13, 41-42
- bonos Heineken en, 301
- como moneda internacional, 11-13
- denominación de bonos, 294
- dólar frente al, 44-45, 72-73
- dominio del, en las transacciones, 11
- efecto del, en el mercado de bonos, 368
- en, reservas internacionales, 67
- de divisas, 67
- sistema monetario, 39-41, 43-46
- fuerte, 236
- historia del, 39-41
- perspectivas del, 43-45
- Reino Unido y, 57
- swaps y, 343
- tasas de conversión, 40
- tipo de cambio dólar-euro, 41
- y contratos de futuros de tasas de interés, 171-172
- Eurobanco, 274-277, 279-280
- Eurobono, 294-296
- clasificación, 299-300
- definición, 294
- estructura y prácticas de mercado, 303-307
- financiamiento de deuda con, 429-430
- suscripción de, 267
- Euroclear, 307
- Eurodólar, 274
- creación de, 290-292
- depósitos de la OPEP, 280
- Euromoney*; 413
- Euronext N.V. Shareholders, 174, 320, 328
- Euronotas, 266, 279
- Europagarés de mediano plazo (EuroMTN), 297
- European, Australasia, Far East (EAFE) Index, 322
- Exceso de capacidad, 406
- Exchange Clearing House Limited (ECHO), 111
- Exoneración temporal de impuestos, 507
- Expansión del conjunto de oportunidades, 7-8
- Expectativas, de la paridad a plazo, 148
- en tasas de interés, 138, 148
- Export Credits Guarantee Department (ECGD), 492
- Export-Import Bank (Eximbank) de Estados Unidos, 487, 491-492
- Export-Import Bank, 487, 491-492
- adquisiciones hostiles, 87
- carga de la deuda en el extranjero, 71
- cómo área monetaria óptima, 43
- correlación intrapaís/entre países de los rendimientos, 358
- datos macroeconómicos del, 46
- déficits comerciales, 31, 62
- inversión, de portafolio en, 65
- extranjera directa y, 395-398
- multinacionales en, 18
- neutralidad tributaria, 499
- patrón oro y, 27, 29
- Sarbanes-Oxley Act, 86, 97-98
- sitios de manufactura en el extranjero, 294-295
- tasa de interés preferencial, 276
- Exportaciones
- aceptación bancaria, 488-490
- asistencia gubernamental en, 491-492
- carta a plazos, 488
- de, mercancías, 13
- servicios, 62
- USA (2004), 62
- ventas a consignación, 488
- Exposición. *Véase* Exposición económica; Exposición a transacciones; Exposición a traducciones
- contable, 244
- contingente, 203
- del activo, 229
- económica, 192-193, 222-243
- exposición operativa en, 228-239
- administración de la, 234-239
- definición, 228-229
- determinantes de, 232-234
- ejemplo de, 229-232
- ejemplo de valor del peso, 224
- medición, 225-228
- neta, 205-207
- operativa, 228-239
- administración de, 234-239
- definición, 228-229
- determinantes de, 232-234
- ejemplo de, 229-232
- exposición por traducción frente a, 258-259
- por traducción contable, 193, 244-263
- administración de, 256-259
- determinación de la, 245-247
- FASB Statement 8 y, 248
- FASB Statement 52 y, 248-256
- FASB 8 y, 259
- en economías altamente inflacionarias, 250-256
- proceso de, 249-250
- por transacción, 192-221
- administración del riesgo de, 210-211
- cobertura, 207-210
- cambiaría cruzada, 201-202
- contingente de la, 203
- de cuentas por pagar en moneda extranjera, 200-201

en los mercados, a plazo, 194-196
 de dinero, 196-198
 de opciones, 198-200
 mediante anticipación y retraso, 205
 compensación, 205-207
 exposición, económica y, 227
 operativa frente a, 232
 por traducción contable frente a, 256-257
 moneda de facturación, 204-205
 swaps y, 203-204, 343
 tipos de, 192-194
 Expropiación, 410-411, 415
 Extorsión, 417

Ø

Fabozzi, Frank J., 259, 263
 FAF. Véase Fuerzas Armadas de Filipinas
 Faircloth, Lauch, 51
 Fama, Eugene, 149n, 380n, 387
 Familia Li Ka-Shing, 93
 Familia Guinles, 410
 FASB Statement 8, 245, 248, 259
 FASB Statement 52
 en economías altamente inflacionarias, 250-256
 FASB Statement 8 frente a, 259
 proceso de, 249-250
 FASB Statement 133, 258
 FCPA. Véase Foreign Corrupt Practices Act
 FCRP. Véase Foreign Credit Restraint Program
 FDPC. Véase Fondos de inversión cerrados de país
 Fecha de vencimiento de futuros, 163
 Fedwire, 111
 Feinscheiber, Robert, 512
 Fenómeno de múltiples precios de mercado, 438-440
 Ferrarotti, Franco, 9
 Fiat Motors, 10, 241, 335, 406
 Fijación de precio del activo de capital, 435-437
 Filial extranjera, 507
 Financial Accounting Standards Board (FASB), 216.
 Véase también FASB Statement 52
Financial Times, 97, 309, 310
 Finanzas del comercio internacional, 487-497
 ayuda gubernamental a la exportación y, 491-492
 contracomercio, 492-495
 descuento de pagarés a mediano plazo en, 490-491
 transacción típica, 488-490
 Finanzas internacionales, globalización y, 5-10
 Finlandia, costos de la unión monetaria y, 42-43
 Fiorani, Sam, 406
 First Atlantic Commerce Ltd., 508-509
 First Chicago Corp., 280
 First Interstate Bancorp., 280
 Fisher, Irving, 160
 FitchRatings, 300, 303, 348
 Flood, Eugene, 243
 Flotación, independiente, 34-35
 intracompañías, 475
 Flujo de efectivo
 cambios incrementales del, 450
 cobertura para proteger, 237-239
 contractual, 192, 227-228
 de operación después de impuestos, 458
 disponible, 81
 para los inversionistas, 453
 en exceso, 472
 entre filiales, 469
 exposición operativa y, 228-232
 fondos restringidos, 454
 interno/externo, 473
 modelo de valor presente, ajustado, 453-460
 neto descontado, 449-451

para fondos de inversión cerrados del país, 372
 pérdida de ventas y, 454
 remesas restringidas, 459
 swaps de divisas, 346
 sistemas de compensación, 469-470
 Flujo incremental de efectivo, 450
 Flujos de inversión extranjera directa, 395. Véase
 también Inversión extranjera directa (IED)
 FN Herstal de Bélgica, 494
 FNB. Véase Fondos negociados en la bolsa
 Folks, William, 210-211, 221
 Fondefer Robert, 259, 263
 Fondo(s), ASA, 369
 congelados, 483
 de Inversión cerrados de países (FICP), 371-373
 de país, 370-374
 Español, 371
 GAM International, 377
 Janus Worldwide, 377
 mal asignados, 472
 México, 372
 movilización de, 472
 mutuos, 4-5, 368-370
 internacionales, 4-5, 368-370
 negociables en la bolsa (FNB), 375
 restringidos, 454
 Fondo Monetario Internacional (FMI)
 acuerdos, cambiarios, 34
 de Jamaica, 32
 Artículos del Acuerdo del, 29
 centros bancarios en el extranjero extraterritoriales, 271
 contracomercio, 492
 crisis, del peso mexicano, 47
 monetaria de Asia, 50
 derechos especiales de giro, 31
 posición de reserva, 66
 Ford Motor Co.
 euro y, 236
 peso mexicano y, 224, 232-233
 retención de flujos de efectivo, 82
 riesgo cambiario y, 261
 Foreign Corrupt Practices Act (FCPA), 417
 Foreign Credit Restraint Program (FCRP), 31
 Fort Clayton (Panamá) como paraíso fiscal, 508
 Fortis(NL)NV, 405
Fortune 500, compañías de
 contratos a plazo y, 210
 propiedad concentrada y, 86
 France Telecom SA, 405
 Francia
 bimetalismo en, 26
 gobierno corporativo en, 85
 inversión extranjera directa y, 395-395
 métodos de traducción contable, 251
 multinacionales en, 18
 patrón oro y, 27
 Frankle, Alan, W., 475, 486
 Franks, Julian R., 93n, 94n, 102
 Franquicias, 402
 French, K., 377, 387, 425, 446
 Frenkel, Jacob, 145-146, 160
 Friedman, E., 95, 102
 Friedman, Milton, 45, 57
 Froot, Kenneth, 208
 Fuerzas Armadas de Filipinas (FAF), 494
 Fung, William, 387
 Furman Selz, 407
 Furness, Chris, 113
 Furs.com, 509
 Fusiones y adquisiciones
 en, extranjero, 395, 404-410. Véase también Inversión
 extranjera directa

grandes negocios (1998-2003), 405
 industria automotriz, 406-407
 Unión Europea, 11
 fusiones hostiles, 87-88, 328
 grandes negocios (1998-2003), 405
 Futuros. Véase también Mercado cambiario, futuros y
 opciones en el
 contratos de futuros, 163-165
 divisas, 165-170, 196, 219-220
 German Bund, 377
 futuros de divisas, 165-170
 opciones de futuros de divisas, 174
 tasa de interés de eurodólares, 171-172
 FXAII, 108-109

Γ

G-5 los países, 33
 Gagnon, Louis, 331, 336
 Ganancias, de capital, 298
 de la diversificación internacional, 358, 365
 en el análisis de riesgo, 261
 sinérgicas, 408, 418
 y pérdidas no realizadas, 251
 Gande, Amar, 303, 312
 Garantía de capital (warrant), bono con, 298
 Garlicki, T. Dessa, 259, 263
 Garman, Mark, 182n, 188
 Gasto por depreciación, 451
 Gates, Bill, 509
 GATT. Véase Acuerdo General sobre Tarifas y
 Aranceles
 General Electric Company (GE)
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 socio de Enron en India, 419
 ejemplo, brasileño de tranvías, 410
 de trueque, 493
 enfoque global de, 8
 General Motors Corp. (GM)
 como multinacional, 17-18
 cotización cruzada por, 10
 en el mercado automotriz mexicano, 232
 interés de, en Daewoo, 406-407
 inversión extranjera directa por, 395
 Gemon, Helen, 21
 Ghandour, Osman, 166
 Giddy, Ian, 221, 279n, 289
 Gill, Phupinder, 166
 Glaesser, E., 90, 102
 Glass-Steagall Act, 10
 Glassman, Debra, 377, 387
 Glaum, Martin, 243, 434, 446
 Glaxo, 10
 Gleason, Eric S., 410
 Glen, J., 387
 Glickenhau, Seth M., 407
 Glickenhau & Co., 407
 Global Crossing Ltd., 9, 78, 405
Global Portfolio, 377
Global Stock Markets Factbook (Standard & Poor's
 Corp.), 322
 Globalización, 4-24
 de mercados, de acciones, 325-327
 financieros, 5-11
 euro y, 11-13
 liberalización comercial y, 13-15
 multinacionales y, 16-19
 privatización y, 15-16
 Globalizarse, 5
 GM. Véase General Motors Corp.
 Gobierno. Véase Gobierno corporativo

Gobierno corporativo, 9-10, 78-103
 cotización en bolsas internacionales y, 433-434
 definición, 9, 78
 ley y, 88-96
 en beneficios personales del control, 95
 en mercados de capitales y en valuación, 95-96
 en propiedad y control, 91-95
 norma de, en Reino Unido, 434n
 orientado a bancos frente a orientado al mercado, 96
 problema, de agencia en. *Véase* Problema de agencia
 principales en, 79-80
 reforma de, 96-99
 Goldberg, Lawrence G., 270n, 289
 Goldman Sachs & Co., 236-237, 305, 312, 406
 Goodyear Tire & Rubber Co., 224
 Gorton, G., 102
 Grabbe, J. Orlin, 76, 131, 174, 182n, 188, 215
 Grace, Peter, 84
 Gran Bretaña. *Véase también* Reino Unido
 patrón oro y, 27-28
 período entre guerras, 28-29
 Gran Depresión, 29
 Granjas de servidores, 508
 Grant Thornton, 101
 Greenleaf, James, 221
 Greenspan, Alan, 73
 Greenwich Associates, 109
 Gresham, ley de, 26
 Grieson, Grant and Co., 430
 Griffin, John M., 333, 336
 Grosse, Robert, 270n, 289
 Groupe Credit Agricole, 268
 Grubel, H. G., 379, 387
 Grupo, de los Diez (G-10), 272
 de venta, en venta de bonos, 303
 directivo, en ventas de bonos, 303
 Guinness, 427

H

Haerter, Holger, 236
 Hammond, Grant T., 492, 493, 494, 497
 Haried, Andrew A., 250, 263
 Harris Corp., 494
 Harris, Robert, 408, 421
Harvard Business Review, 78
 Harvey, Campbell, 425, 446
 Harvey, Santhi C., 492n, 493-494, 497
 Hashim, Al, 21
 HavenCo., 508
 Haworth, H., 386
 HBOS, 268
 Heenan, David, 421
 Heineken, 300-301
 Hekman, Christine R., 243
 Hennart, Jean-Francois, 492n, 493, 495, 497
 Henry, Petrer, 11n
 Heston, Steven L., 333, 336
 Hietala, Pekka, 439, 446
 Hillary, John, 221
 Himmel, H., 243
 Hiperinflación, 28, 141
 Hipótesis, eficiencia de los mercados, 149
 expectativas insesgadas, 278
 senda aleatoria, 149-151
 Hoechst, 404
 Hoffmeister, J. Ronald, 331, 336, 374, 387
 Hogan, Ken, 387
 Holland, John, 466
 Holstrom, B., 102

Honda Motors
 inversión extranjera directa, 64, 394-395
 motivada por barreras comerciales, 399
 producción en el extranjero, 7
 Hong Kong, tipos de cambio en, 51-52, 93
 Hooft Graafland, Rene, 301
 Horwitz, Tony, 503n, 512
 HSBC Holdings PLC, 268, 305-306, 405
 Hsieh, David, 387
 Huang, Roger D., 131
 Hughes, Jennifer, 109
 Hull, John, 182n, 188
 Hultman, Charles W., 269n, 271n, 289
 Hume David, 28, 71n, 281-283
 Hungría, análisis del riesgo político en, 415
 Husted, Steven, 21
 Hutchison Whampoa (Hong Kong), 93
 Hymer, Stephen, 398, 421

I

Iacocca, Lee, 407
 IAPM. *Véase* Modelo de fijación de precio del activo internacional
 IBA. *Véase* Ley de la Banca Internacional de 1978
 IBF. *Véase* Servicios de la banca internacional
 IBM
 acciones cotizadas cruzadas, 5, 10, 422
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 exportación de computadoras personales por, 403
 inversión extranjera directa por, 395
 swap de divisas por, 338
 IED. *Véase* Inversión extranjera directa
 IFC. *Véase* Corporación Financiera Internacional
 III. *Véase* Impuesto de igualdad de intereses
 Imdieke, Leroy F., 250, 263
 Imperfecciones del mercado, 6-7, 207, 398
 Importaciones, 487-490
 USA (2004), 62
 Impuesto(s), 498-512
 a nivel mundial, 503
 al valor agregado, 501-503
 ambiente nacional, 503-505
 certificados estadounidenses de depósito y, 328
 corporativos progresivos, 208
 créditos por pago de impuestos en el extranjero e, 504-505
 sesgo doméstico en inversión y, 380
 de igualdad de intereses (III), 31
 deducibilidad de, 423
 pago de intereses de los, 451-452
 directo, 499
 en precios de transferencia, 480-482
 flujos de efectivo operativo después de, 458
 indirecto, 501
 objetivos de los, 498-499
 progresivos, 208, 504
 reducción de, 505-510
 corporaciones extranjeras controladas por, 510
 filiales extranjeras y, 507
 ingreso de sucursales y de subsidiarias, 505-507
 paraísos fiscales para, 507-510
 retención de, 295-296, 501
 riesgo político e, 410
 sobre, ganancias de capital, 298
 la renta, 477-478, 499-501
 territoriales, 503-504
 Tobin, 51
 uniforme, 504
 Incentivos, 494, 504, 507

Incumplimiento
 de subsidiarias, 442
 en emisión de bonos, 300

India
 crisis monetaria de Asia y, 51
 cumplimiento de contratos, 6
 desregulación, 356
 Enron e, 6, 411, 419-424
 subcontratación en, 14-15
 tamaño de la economía de la, 147

Indicadores, del flujo de efectivo, 249
 de gastos, 249
 financieros, 249
 mercado de ventas, 249
 precio de venta, 249
 transacciones y acuerdos entre compañías, 249

Indices, Big Mac, 142-143
 Bonos Gubernamentales Globales, 308
 Compuesto de Merrill Lynch ADR, 376
 de bonos gubernamentales domésticos, 308
 de bonos gubernamentales de la Unión Europea, 308
 de rentabilidad, 450
 europeos, 322
 Lejano Oriente, 322
 mercado de, bonos, 308-310
 capitales, 322-325
 Mundial (Morgan Stanley Capital International), 322
 Países Nórdicos, 322

Indonesia, crisis monetaria de Asia e, 48-52

Industria farmacéutica, 237-239

Inflación, 461
 economías en, 250-256
 efecto Fisher e, 147-149
 hiperinflación, 28
 paridad poder de compra y, 380
 riesgo de, 380
 tasas de, 147

Informe de exposición por traducción contable, 454

ING Group, 69, 162, 268

Ingersoll, Jonathan E., 169n, 188

Ingreso(s)
 activo, 499
 de, subsidiaria, 505
 sucursal, 505
 factoriales, 63
 pasivo, 501
 productivo, 499
 Subparte F, 510

Integración vertical, 398, 401-402

Intel Corp. 229

Intermediario financiero, en el mercado de swaps, 338
 no bancarios, 110

International Accounting Standards Board, 248

International Business Machines. *Véase* IBM

Instrumentos, derivados o de créditos contingentes, 163
 financieros derivados, 163, 164, 273

Interés, abierto, 167
 hipotecario, 504

Intermediario financiero de swaps, 338

Internal Revenue Service (IRS), 323, 466, 478

Internalización hacia atrás, 408-409

Intervención, en el mercado cambiario, 110

Inventarios, traducción contable, 248

Inversión(es). *Véase también* Inversión de portafolios
 beneficios de, 7-8
 de capital en el extranjero, 316
 de portafolio, 65, 356-391
 bonos en la, 367-368
 certificados estadounidenses de depósito en la, 374
 en cuenta de capital, 65
 fondos de, cobertura en la, 375-377
 país en, 371-374

fondos mutuos en, 368-370
 óptima, 359-365
 sesgo doméstico en, 377-380
 tipos de cambio e, 365-367
 WEBS en la, 375
 directa. 493. Véase también Inversión extranjera directa
 en, contabilidad de balanza de pagos, 64-65
 el extranjero, 61. Véase también Inversión extranjera directa
 países menos desarrollados, 279-284
 institucional. Véase Inversión en portafolio internacional en portafolio. Véase Inversión de portafolios
 redominada, 133
 regla del hombre prudente, 380
 totalmente nuevas, 395, 404, 406, 408
 vertical hacia adelante, 402
 vertical hacia atrás, 402
 Inversión extranjera directa (IED), 64, 394-421
 adquisiciones en el extranjero como, 404-410
 activo intangible e, 401
 barreras comerciales e, 399-400
 ciclo de vida del producto e, 403
 diversificación de accionistas e, 403-404
 integración vertical e, 401-402
 mercados de trabajo e, 400
 riesgo político en la, 410-417
 administración del, 414-417
 macro, 410
 medición, 411-414
 micro, 411
 tendencias de la, 395-398
 Investec, 325
 Investigación y desarrollo, 236
Investment Companies Yearbook 2001 (Thompson Financial), 316
 Investment Company Act, 375
 IRS. Véase Internal Revenue service
 Isenberg, Joseph, 512
 ISI Publications Ltd., 508
 iShares MSCI, 323-324, 325
 Islam, inversiones e, 491
 Islas Anglonormandas, 508
 Italia
 emisiones globales de bonos en, 296
 inversión extranjera directa y, 396, 398
 ley civil e, 88
 métodos de traducción contable, 251
 Ito, Takatoshi, 122, 131

9

Jacobs, Andreas, 446
 Jacque, Laurent, 243
 Jacquillat, B., 387
 Jaffee, Jeffrey F., 21, 447, 460n, 466
 Jagtiani, Julapa, 446
 Jaguar, 61
 Funds, 376
 Janakiraman, S., 437, 440, 446
 Jang, Hasung, 97
 Japan Airlines, 60, 235
 Japan Fund, 369
 Japón
 adquisiciones internacionales y, 409
 bonos de moneda doble, 299
 colapso del mercado accionario en, 284
 concentración de la propiedad y, 85
 controles de capital en, 140-141
 costo de capital, 426-430
 crisis bancaria en, 284

datos macroeconómicos del, 46
 desregulación y, 356
 Foreign Exchange and Foreign Trade Control Law, 41
 inversión de, en Estados Unidos, 64
 extranjera directa y, 395-398
keiretsu, 8, 85, 284, 428
 mercantilismo y, 71
 métodos de traducción contable, 251
 multinacionales en, 18
 patrón oro y, 27
 tendencia de la balanza de pagos en, 70-72
 Voluntary Restraint Agreement, 394
 Jayaraman, Narayanan, 331, 336, 446
 Jayhawk China Fund, 375-376
 Jensen, Michael, 80, 81n, 82, 83, 102, 409, 421
 Jesswein, Kurt, 210-211, 221
 Jobs, Steve, 81, 84
 Johannesburg Securities Exchange (JSE), 325
 Johnson, S., 95, 102
 Jong-Hyun, Choi, 97
 Jorion, Philippe, 57, 160, 223, 243, 387
 Joshi, Manohar, 420-421
 J.P. Morgan and Company, 280
 Índices de Bonos Gubernamentales Domésticos, 308
 Índice de Bonos Gubernamentales Globales, 308
 JPMorgan Chase, 268, 301, 305-306, 335, 348, 375
 Juego de suma cero, 122, 163-164
 Jurisdicción de tasa cero, 508

K

Kamath, Shyan J., 267, 289
 Kane, Alex, 21, 278n, 289, 446
 Kang, Jun-Koo, 102, 379, 421
 Kao, G., 331, 336
 Kaplan, Richard L., 512
 Kaplan, S. N., 102
 Kaplanis, Evi, 377, 378n, 380, 386
 Karolyi, G. Andrew, 87, 102, 331, 332n, 333, 336, 425, 433, 435, 446
 Kearny, John, 208, 237n, 243
 Keasey, K., 86, 103
Keiretsu (grupos japoneses de negocios)
 crecimiento de los, 8
 crisis bancaria del Japón y, 284
 riesgo de incumplimiento bancario, 428
 tenencia cruzada de capitales entre, 85
 Keller, Maryann N., 407
 Kemp, Donald, 76
 Kennedy, John F., 31
 Keun-Hee, Lee, 93
 Keynes, John M., 30, 133, 160
 Khandwala, Amir, 374, 387
 Khodorkovsky, Mikhail, 6
 Khorona, A., 375, 387
 Khoury, Sarkis, 221
 Kim, Yong Cheol, 303, 312
 Kim, Yong H., 476, 486
 Kinleberger, Charles, 398, 421
 KLM, 10
 Knight, Phil, 21
 Kobrin, Stephen, 421
 Kohl, Helmut, 40
 Kohlhagen, Steven, 182n, 188
 Koisumi, Junichiro, 68
 Kolodny, Richard, 369n, 371n, 373n, 387, 409, 421
 Kopits, George, 512
 Korea Fund, 373
 Koskinen, Yrjö, 40, 57
 Kravis, I., 145, 160
 Krugman, Paul, R., 21
 Kumagai Gami, 410

Kumar, Alok, 380, 386
 Kuntz, Joel D., 505n, 512
 Kwok, Chuck Y. K., 210-211, 221, 446

A

La Porta, R., 88, 89n, 91, 93n, 95, 102
La riqueza de las naciones (Smith), 79
 Lackey, Ryan, 508
 Laffer, Arthur, 45
 Lai, Tsong-Yue, 12n, 466
 Laker Airlines, 223
 Laker, Sir Freddie, 223
 Lang, L. H. P., 102
 Lang, Mark, 434, 446
 Larsen, Glen hijo, 160, 387
 Lauriero, Paul, 207
 Laux, Paul, 223, 243
 L/C. Véase Letras de crédito
 Lealtad, deber de, 79
 Lee, Kwang Chul, 446
 Lehman Brothers, Inc., 305-306, 406-407
 Lehman, Bruce, 145, 160
 Lehn, K., 102
 Lemmon, M. L., 102
 Lessard, Donald R., 243, 379, 387, 442, 446, 449, 453, 454n, 455, 466
 Letra de cambio. Véase Carta a plazo
 Levi, Maurice, 221
 Levich, Richard, 152, 160, 446
 Levine, R., 96n, 102
 Levitt, Arthur, 84, 97
 Levy, H., 379, 387
 Ley. Véase también Regulación; Normas
 civil de Escandinavia, 88
 civil de Francia, 88
 consecuencias de la, en el gobierno corporativo, 90-96
 consuetudinaria, 88, 95
 Control de Divisas y de Comercio Exterior (Japón), 141
 convertibilidad, 52
 de la Banca Internacional de 1978 (International Banking Act, IBA), 270-271
 ley civil de Francia, 88-89
 Mercado de Valores de 1934, 295
 Mercado de Valores de 1993, 295. Véase también Securities and Exchange Commission
 orígenes de, 88-91
 Reserva Federal, 269-270
 un solo precio (LUP), 133
 Lewent, Judy, 208, 237n, 243
 Lewis, Karen, 378-379
 Liberalización, del comercio, 4, 13-15
 LIBOR. Véase Tasa interbancaria de oferta de Londres
 Libra esterlina, 294-295. Véase también Depreciación
 Libre comercio, 493
 Libro de órdenes con precio límite, 319
 LIFFE. Véase London International Financial Futures Exchange
 Lighstrone, S. B., 243
 Lim, J., 372n, 386
 Limitación total de créditos por pagos de impuestos en el extranjero, 505
 Línea de mercado de capitales en Estados Unidos (CML), 370, 370n
 Lins, K. V., 102
 Lins, Karl, 434, 446
 Lipsey, R., 145, 160
 Liquidación de saldo de balanza de pagos, 65
 Liquidez, 316-318, 433, 435
 Lloyd's of London, 417
 Loayza, N., 96n, 102
 Loderer, Claudio, 446

London International Financial Futures Exchange (LIFFE), 215

Longin, Francois, 359, 387

Lopez-de-Silanes, F., 88, 89n, 91, 93n, 95, 102

Losq, Etienne, 446

Louis Vuitton Moet Hennessy, 301

Luehrman, Timothy A., 466

Luenberger, David G., 466

Lufthansa Airlines, 205

LUP. Véase Ley de un solo precio

Lutz, Robert A., 407

LuxCel Group, 206

Lyons, Richard K., 121-122, 131

M

Machlup, Fritz, 57

MacKinnon, Robert, 48

Magee, Stephen, 401, 421

Maharashtra State Electricity Board (MSEB, India), 419

Malasia, crisis asiática y, 48-52

Mandel, Robert, 421

Mandler, Udo, 434, 446

Mannesmann AG, 9, 404-405

Mantenimiento del desempeño del bono, 164

Manufactura
por multinacionales, 17
secuencia lineal en la, 402
sitios de producción a bajo costo, 234-235

Manufacturer's Hanover Corp., 280

Mao-Wei Hung, 387

Mao Ze-dong, 411

Marcus, Alan J., 21, 278n, 289, 446

Margen, 163

Marray, Michael, 427

Marsh, Peter, 17

Marshall, Andrew P., 256, 263

Marin, Dalia, 495, 497

Mark, Rebecca P., 419

Mascarella, Chris, J., 336

Masulis, Ronald W., 131

Mayer, Colin, 93n, 94n, 102

Mazda Motors, 395

Maximización de la riqueza de los accionistas, 8-10

MC. Véase Mecanismo cambiario

McCauley, Robert, 426, 428n, 429n, 446

McConnell, John, 80n, 98n, 99, 102, 434n, 446

McDonald's Corp., 301, 395

McGraw-Hill Companies, 406

McKinnon, Ronald, 72-73

MDS. Véase Medida Sharpe del desempeño

Mecanismo, cambio (MC), 38
de flujo precio-mercancía, 28, 282

Meckling, W., 80, 81n

Medida(s), de concentración del mercado, 318-319
de aversión al riesgo agregado, 435-436

Medida Sharpe del desempeño (MSD), fórmula de la, 361
fondos mutuos internacionales, 370
medición de ganancias con la, 365
portafolio óptimo y, 367, 391

Meek, Gary, 21

Meese, Richard, 151, 160

Melamed, Leo, 166

Melvin, Michael T., 21, 122, 131

Mercado(s), a plazo, 123-127, 150
al detalle (cambiario), 109
asiático de dólares, 274
agencias, 319
cambiario internacional de Singapore, 162
cambiario para clientes (menudeo), 109
capitales totalmente segmentado, 436
completos, 350

control corporativo, 87-88

de llamada (*call market*), 320

dinero, 274-279, 488

emergentes, 46, 371

eurocrédito, 276-277

eurodólares, 271

euromonedas, 266-267, 274-276

financieros mundiales parcialmente integrados, 436-437

FX. Véase Mercado cambiario

imperfecto de trabajo, 398

integrados frente a segmentados, 424-426, 436

interbancario, 108-109, 114-115, 117, Véase también Mercado cambiario

intermediarios, 319

internacional de bonos. Véase Mercado de bonos; bonos

internacionales de capitales. Véase Mercados de capitales

laboral imperfecto, 400

mayorista o interbancario, 109

minorista o de clientes, 109

Monetario Internacional (MMI), 166

mundial de capitales totalmente integrado, 436

viva voz o piso de remates (*crowd trading*), 320

Mercado cambiario, 106-131. Véase también Tipos de cambio

definición del, 106

dólar en el, 12

estructura y funciones del, 107-111
participantes en, 109
relaciones con bancos corresponsales y, 111

exposición en el, 475-476

futuros y opciones en el, 162-188
contratos de futuros, 163-165
de opciones, 172-173
de tasas de interés
en eurodólares, 171-172
fórmula para valorar opciones tipo europeo en, 182-183

futuros de divisas, 165-170, 174

modelo binomial de fijación de precios de las opciones y, 181-182

opciones de divisas, 173-174

pruebas empíricas de, 184

relación con valuación de opciones tipo, americano, 177-179
europeo, 179-181
valuación de las opciones, 174-177, 215-216

mercado a plazo, 123-127, 150

mercado al contado, 111-122
arbitraje triangular en, 121
comercio en el, 117-118
cotizaciones, 114-116
de cambios cruzados, 118-119
diferencia entre precio de compra y precio de venta, 116-117
microestructura del, 121-122
volatilidad en el, 5-6

Mercado de bonos, 293-312. Véase también Inversión de portafolio

de inversiones internacionales, 367-368

distribución monetaria del, 299-300

enfoque estadístico, 293-394

evaluación de la calidad crediticia del, 300-303

extranjeros y eurobonos, 294-296

índices del, 308-310

mercado, de eurobonos, 303-308
global de swaps, 8

nacionalidad y tipo de usuario, 299-300

riesgo cambiario y, 365-367

tipos de instrumentos, del, 296-299

Mercado primario
de capitales, 319
de eurobonos, 303-306

Mercado secundario
cotización cruzada como, 433
mercado de capitales, 319
de eurobonos, 306
deuda de países menos desarrollados, 281

Mercados de acciones (o de patrimonio), 313-336. Véase también Inversión en portafolio

acciones globales registradas, 332

beta mundial, 361

call market o mercado de opciones de compra, 320

capitalización del mercado, 314-315, 318

características riesgo-rendimiento, 361-365

comercio internacional en los, 324-332
acción *Yankee*, 327
certificados estadounidenses de depósito, 328-332
cotización cruzada de acciones, 325-327
mercado europeo de acciones, 327-328

costo, de capital en, 435, 448
promedio ponderado de capital y, 423

corredores, 319

e integración global, 324-325

especialistas en, 319

estructura, prácticas y costos, 319-320

europeos, 327-328

factores que afectan los rendimientos, 332-333

índices, 322-325

iShares MSCL en, 323-324

medidas de, concentración de mercados, 318-319
desempeño de Sharpe, 361, 365, 367, 370, 391
liquidez, 316-318

mercado, continuo, 320
de agencia, 319
extrabursátil, 319

NASDAQ, 319

perspectiva estadística, 313-319

prácticas comerciales, 319-320

primario, 313, 319

propiedad de acciones extranjeras y, 437-442

puntos de referencia (*benchmarks*), 320-323

rendimientos de, 332-333

riesgo cambiario y, 365-367

RND. Véase Certificados estadounidenses de depósito secundarios, 313, 319

World Equity Benchmark Shares, 370, 375
y capitalización de países, 313-316

Mercados de capitales, 95-96
en la Unión Europea, 11

equilibrios de los, 442

globalización de los, 10-11

propiedad y, como consecuencia de la ley, 92

totalmente, segmentados, 436
integrados, 436, 448
valuación y, 95-96

Mercados de mostrador (*over-the-counter*) (OTC)

acciones, 319
al contado y a plazo, 107
certificados, de depósito globales, 426
estadounidenses de depósito y, 430
moneda interbancaria, 166
opciones de divisas, 173

Mercados financieros, 10-11. Véase también Finanzas internacionales

desregulación, 10-11

globalización de los, 10-11, 356

hipótesis de la eficiencia de los mercados, 149-150

imperfecciones de los, 6-7

integración de los, 4-5

integrados frente a segmentados, 424-426

lecciones aprendidas en la crisis monetaria asiática, 51-52
 nuevo orden mundial, 46
 parcialmente integrados, 436
 Mercados monetarios internacionales
 acuerdos a plazo sobre tasas de interés, 141-143
 creación de la euromoneda, 290-291
 eurocréditos, 140-141
 euronotas, 143
 mercado de euromonedas, 138-140
 papel eurocomercial, 143
 Mercado spot, 111-122
 arbitraje triangular en, 121
 cobertura con contratos a plazo y, 228
 cotizaciones, 114-116
 de tipos de cambio cruzados en, 118-119
 diferencial entre precio de compra y venta (*spread*), 116-117
 exposición por transacción en el, 196
 microestructura del, 121-122
 pronóstico del, 150, 153
 transacciones en, 117-118
 Mercantilismo, 71
 Mercedes-Automobil Holding, 93
 Mercedes-Benz, 406
 Merck & Co., 208, 237-239
 Merrill Lynch, 305
 Merton Robert, 182n, 188, 376, 380, 387
 Meses de liberación, de contratos de futuros, 163
 Metalclad Corp., 224
 Metcalf, Gilbert E., 512
 Métodos, cuarto (precios de transferencia), 479
 descuento ajustado al riesgo, 460
 equivalencia bajo certidumbre, 460
 fuente en tributación, 503-504
 monetario/no monetario de traducción contable, 245
 recuperación, 450
 residencial, en tributación, 503
 sustracción, en impuesto al valor agregado, 501
 tipo de cambio corriente, 246-247
 traducción, contable, 245-247
 temporal, 245-246, 249
 corriente/no corriente, 245-247
 Metallgesellschaft, 208-209
 Meuller, Gerhard G., 21
 México
 balanza comercial, 63
 bancos estadounidenses acreedores de, 280
 crisis, de la deuda, 279-280
 del peso, 46-48, 76, 224
 desregulación en, 356
 inversión extranjera directa y, 396-398
 inversionistas extranjeros y, 356
 problema de la balanza de pagos de, 76
 Micro (político) riesgo, 411
 MicroWarehouse Corp., 84
 Microestructura del mercado, 121-122
 Microsoft Corporation, 79, 509
 Middagh, Todd, 1509
 Mihud, Y., 446
 Miles Lab, 430
 Miller, Darius P., 296, 312, 336, 434-435, 446-447
 Miller, Merton H., 208-209, 451-452, 466
 Miller-Modigliani, tesis de, 208
 Mills, William, 79
 Mitsubishi (Japón), 8, 377
 Mitsubishi Tokyo FG, 268
 Mitsui (Japón), 8
 Mittoo, Usha, 425, 447
 Mizuho Financial Group, 268
 MMI. Véase Mercado Monetario Internacional

Modelo, binominal de fijación de precios de las opciones, 181-182
 fijación de precio del activo(s), de capital (CAPM), 370n, 424-425, 435
 internacionales (IAPM), 435, 440
 valor presente. Véase Modelo de valor presente ajustado (VPA); Análisis de valor presente neto (VPN)
 Modigliani, Franco, 208, 452-452, 466
 Modigliani-Miller, ecuación de, 450-452
 Mohamad, Mahatir, 376
 Moneda(s). Véase también Dólares; Exposición adquisición, 433
 cobertura de facturas mediante, 204-205
 composición de reservas de divisas, 67
 compuesta, 38
 denominación, 227
 depreciación de la, 28, 63-64, 66, 258-259
 derechos especiales de giro y, 31-32
 facturación, 204-205
 fijas, 110
 funcional, 248-249
 internacionales, 275
 métodos de traducción contable, 245-247
 numerarias, 362
 redenominadas, 228
 reporte, 248-249
 reserva, 30-31
 sobrevaluación/subvaluación, 146-147
 tipo de cambio efectivo real de la, 145
 transacción; Exposición por traducción canasta, 38
 vinculación a otra moneda (fijación), 34
 Monnet, Jean, 40
 Moody's Investors Service
 calificación del mercado de bonos, 300, 303, 312
 proveedores de swaps en informes del, 348
 Moore Global Fund, 376
 Morck, Randall, 85-86, 103, 408, 421
 Morgan Grenfell, 43
 Morgan Guaranty, Ltd., 351, 430
 Morgan Stanley, 305, 413
 Morgan Stanley Capital International (MSCI), 322, 375
 Morningstar, Inc., 377
 Morningstar American Depository Receipts, 377
 Multinationales, 4, 16-19
 administración de efectivo en. Véase Administración de efectivo
 análisis de opciones reales, 461-463
 centro de refacturación, 206
 decisiones de producción, 4, 17
 definición, 16
 eficiencia de, 17
 empresa extranjera, controlada, 505, 510
 no controlada, 505
 estructura de capital, 422
 FASB y, 245, 248, 259
 fondos congelados de, 485
 fusiones y adquisiciones en el extranjero, 395, 404-410
 gobierno corporativo y, 9, 78-98
 imperfecciones del mercado y, 6-7
 incumplimiento por subsidiarias y, 442
 inversión extranjera directa por, 394-403
 las más grandes del mundo, 18
 modelo del valor ajustado presente de las, 450-453
 oficina representativa, 269
 portafolio de posiciones monetarias, 206
 precios de transferencia, 467-483. Véase también Precios de transferencia
 productos de administración del riesgo, 210-211
 riesgo político y, 410-417
 servicios de diversificaciones de accionistas, 403
 sistema bancario corresponsal, 111, 269

subsidiarias en el extranjero, 505
 sucursal en el extranjero, 505
 swaps de deuda por capital y, 281-283
 Mundell, Robert, 11, 40, 44-45, 57
 Munger, Charlie, 84
 Mur, Lazaro, 508
 Murphy, K., 83, 102
 Myers, Stewart C., 460n, 466
 Mutual Fund Monthly, 377

N

Naciones Unidas, 395, 406
 Napolitano, Gabrielle, 252, 263
 Nasser, Gamal, 411
 National Association of Security Dealers Automated Quotation System (NASDAQ), 319, 376, 426
 National Food Authority Philippines, 494
 Neal, R., 372n, 386
 Negociación directa, 483
 Nelling, E., 375, 387
 Nelson, John, 113
 Nenova, T., 95, 103
 Nestlé Corporation
 como, certificado estadounidense de las hojas rosas, 377
 multinacional, 17-18
 inversión extranjera directa por, 395
 restricción a la propiedad de capital extranjero por, 7, 438-440
 tratos de fusiones y adquisiciones, 405
 Neumeir, Shelley, 497
 Neutralidad, capital-exportaciones, 499
 capital-importaciones, 499
 exportaciones, 499
 fiscal, 499
 importaciones, 499
 de nacionalidad, 499
 tributaria, 499
 Neutrogena, 207
 New York Board of Trade, 167
 New York University, 152
 Ng, David, 380, 386
 Ng, Lilian, 377, 380, 386
 Nike Inc., 21
 Nikkei 225 Index, 162
 Nilsson, Mattias, 40, 57
 Nissan Motor Co., 234, 282, 394
 Nivel de riesgo equivalente al nacional, 365
 Nokia, 79
 Normas. Véase también Ley del Mercado de Bonos
 adecuación de capital, 272-274
 banca internacional, 268-271
 controles bursátiles, 454
 normas de capital suficiente, 272-274
 precios de transferencia, 478-479
 seguridad nacionales, 295
 Nomura Securities, 305, 348
 Norton Rose, Inc., 491
 Noviello, Joe, 113
 Novo Industri, 430-431
 VPN. Véase Valor presente neto (VPN), análisis de
 NTL, Inc., 405
 NTT DoCoMo, Inc., 405
 Nueva Zelanda, privatización en, 16
 Nurkse, Ragnar, 58
 NYSE. Véase Bolsa de Nueva York

O

Obstfeld, Maurice, 21
 OCDE, 413

- Of Public Credit* (Hume), 282
 Ofed, Eli, 223, 242
 Oferta de dinero, 161
 Officer, Dennis T., 331, 336, 374, 387
 Oficina representativa, de bancos, 269
 Ohio State University, 209, 379, 394
 Ohmae, Kenichi, 76
 Old Mutual's South Africa Trust (SAT), 325
 O'Neill, Paul, 72
 ONG. Véase Organizaciones no gubernamentales
 Opción(es), 174-184
 abandono, 462
 at-the-money (a la par), 174, 184
 cobertura con, 198-200, 216-218, 239
 como inversión riesgosa, 162
 compra (*call*) o de venta (*put*), 210
 compuesta, 210
 contratos de, 172-173
 crecimiento, 462
 definición, 172
 de, de acciones, 83
 compra (*call option*), 173-175, 298
 divisas, 173-174, 201, 214-216
 venta, 173-174, 177
 divisas. Véase también Opciones de futuros de divisas
 como cobertura, 198-199, 215-220, 239
 cotizaciones de, 175
 mercados de, 173
 futuros de divisas, 174
 in-the-money (sobre la par), 174, 184
 los fundamentos, 216
 mercado extrabursátil, 173-174
 modelo binomial de fijación de precios de las opciones, 181-182
 momento oportuno, 462-463
 negociadas en la bolsa, 174
 out-of-the-money (bajo la par), 174, 184
 primas, 173
 pruebas empíricas de, 184
 razón de cobertura, 182
 reales, 461-463
 suscriptores de, 173
 suspensión, 462
 tipo, americanas, 177-179, 216
 europeo, 179-183, 216
 valor de las, en el tiempo, 179
 valor, al vencimiento, 174, 177
 intrínseco de, 177
 venta
 cobertura con, 203
 cotizaciones de las, 175
 definición, 173
 modelo de valuación de tipo, americano, 177
 europeo, 184
 valor al vencimiento, 174
 volatilidad de las, 182
 y precio de ejercicio, 173
 Opción tipo americana definición, 216
 ejercicio de la, 181n
 valor al vencimiento
 de compra, 175
 de venta, 177
 valuación de la, 177-179, 184
 Opción tipo europea
 definición, 173, 216
 fórmula para valuar, 182-183
 relaciones de precios, 179-181
 valor al vencimiento, 174, 177
 valuación por límites, 179-183
 OPEP. Véase Organización de Países Exportadores de Petróleo
 en presupuestación de capital, 456, 461
 evidencia de, 144-147
 índice Big Mac, 142-143
 sesgo doméstico en las inversiones y, 380
 tipos, de cambio y, 161
 real de cambio y, 143-144
 Park, Jinwoo, 331, 336
 Parmalat (Italia), 9, 78-79, 86, 101-102
 Parsley, David C., 303, 312
 Partida Bharatiya Janata (BJP, India), 419
 Partido del Congreso, India, 420-421
 Pase del tipo de cambio (*pass-through*), 232
 Patrón, de cambio oro, 30, 32
 dólar, 72-73
 oro, 27-28, 66
 plata, 26
 PBOT. Véase Philadelphia Board of Trade
 PCGA. Véase Principios de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (*US-GAAP*)
 PEF. Véase Paridad de expectativas a plazo
 PEFECO. Véase Private Export Funding Corporation
 Pérdidas, realizadas y no realizadas, 251
 y ganancias, realizadas y no realizadas, 251
 Peroni, Robert J., 505n, 512
 Perot, Ross, 20
 Peso argentino, crisis del, 52-53
 Petrucci, Pandolfo, 45
 Philadelphia Board of Trade (PBOT), 166
 Philadelphia Stock Exchange (PHLX)
 comercio de, futuros de divisas, 166-167
 opciones de divisas, 173, 175, 215
 modelo de fijación de precio de las opciones y, 181, 184
 Philippine International Trading Corporation (PITC), 494
 Phillippi, Joseph S., 406-407
 PIBOR. Véase Tasa interbancaria de oferta de París
 Pilgrim's Pride, 224
 Planeación estratégica, 238
 Plataforma 3000 de Reuters FX Dealing, 166
 Playcentric.com, 508-509
 Plusvalía, 63
 PMCP. Véase Promedio móvil a corto plazo
 PMD. Véase Países menos desarrollados
 Poder de compra, 106
 Polfliet, R., 301-303, 312
 Política(s), de abastecimiento, 235
 flexibles de subcontratación, 235
 monetaria, en la Unión Europea, 11, 40
 sobre margen de ganancia, 476-477, 481-483
 Poniachek, Harvey A., 215
 Porsche AG, 236-237
 Portafolio, de arbitraje, 134
 de mercado, 424, 436
 en país extranjero, 436
 mundiales, 436
 sustitución, 440
 Portafolios internacionales óptimos, 359-365
 bonos en, 367
 composición de, por domicilio del inversionista, 362-363
 estadísticas del mercado accionario y, 359-360
 ganancias de, provenientes de la diversificación internacional, 364-365
 medida Sharpe de desempeño y, 360-361
 resolución de, 386, 390-391
 Portal del sistema de comercialización del mercado secundario, 426-427
 Porteba, J., 377, 387, 425, 446
 Posición larga (de compra)
 futuros, 163
 mercado cambiario, 124-125

II

- Pacific Index, 322
 Pagaré(s), 489-490
 de tasa flotante (NTF), 297-298, 342
 Pago(s)
 de cupones
 bonos de moneda doble, 298-299
 instrumentos de mercados internacionales de bonos, 299
 pagaré a tasa flotante, 297
 en efectivo y por anticipado, 488
 por corrupción, 417
 País(es),
 anfitrión
 inversión extranjera y, 483
 riesgo político en, 410-417, 462
 Bajos, inversión extranjera directa y, 395-398
 desarrollados
 como clasificación del Banco Mundial, 495
 capitalización de, 314-315, 318
 razón de rotación en mercados accionarios, 316
 del Bloque Oriental de Europa, 15
 menos desarrollados (PMD). Véase también Países subdesarrollados
 crisis de la deuda en, 279-284
 inversiones en, 282-283
 privatización y, 16
 subdesarrollados. Véase también Países menos desarrollados
 acción *Yankee* y, 327
 capitalización de, 315-316
 razón de rotación en mercados de participación, 316
 Panamá, como paraíso fiscal, 508
 Papel eurocomercial, 266, 279
 Paracha, Mohammed, 491
 Paradoja de Triffin, 31
 Paraíso fiscal, 501, 507-510
 Paridad. Véase Paridad de tasas de interés; Paridad poder de compra
 de las tasas de interés, 132-141
 al descubierto, 138
 arbitraje con cobertura de tasas de interés, 135-137
 cobertura con mercado de dinero y, 197-198
 derivación de la, 132-135
 desviaciones respecto a la, 138-141
 diagrama de, 136
 efectos Fisher en la, 147-149
 precios de futuros y, 205-206
 tipos de cambio y, 138
 poder de compra, 141-147
 de lira turca, 159
 depreciación de la moneda y, 250
 e inflación, 380

- venta (corta o al descubierto y mercado cambiario, 124-125
 futuros y, 163
 y opciones, 173
 Prasad, Anita, 223, 242
 Precedente judicial, 88
 Precio. *Véase también* Teoría de valuación de activos;
 Precios de transferencia
 activo fijo, 435-437
 comparable no controlado, 478
 compra y venta, 306, 319
 convergencia del, 170
 costo más beneficioso, 478-479
 de, acciones en el extranjero, 439
 activos, en el extranjero, 440
 no negociables, 436, 448
 cotizaciones de acciones internacionales, 331
 ejercicio, 173
 mercado, 319
 perfectos, 440
 libre competencia, 478-479, 481-482, 507
 liquidación (al cierre), 163
 renovación de eurocrédito, 276
 swaps de divisas, 346-347
 swap de tasa básica de interés, 342
 demanda y oferta, 306, 319
 ejercicio, 173
 o de cierre, en opciones, 173
 en mercado perfecto, 440
 libre competencia, 478-479, 481-482, 507
 límite diario, 165
 en mercados de futuros, 165
 ley de un solo, 133
 mercancías básicas, 145
 no controlado comparable, 478
 paridad de mercancías básicas en el, 145
 renovación de eurocrédito, 276
 reventa, 478
 rigidez de, 161
 tipos de cambio y, 233
 transferencia, 476-483
 definición de, 81, 476
 derechos de importación en los, 479-480
 entre filiales, 455
 fondos congelados y, 455
 política sobre margen de ganancia, bajo vs. alto, 476-477, 482-483
 regulaciones que afectan a, 478-479
 restricciones cambiarias en la, 477
 separación de fondos de transferencia y, 480-482
 tasas del impuesto sobre la renta en, 477-478
 tributación y, 507
 transparencia de, 113
 venta, 116, 306, 319
 Preferencia nacional, 357, 377-380, 433
 Premio Nobel de economía, 44-45
 Presión, 281
 Préstamos, concesionarios, 454, 458, 465
 soberanos, 281-283
 Presupuestación. *Véase* Presupuestación de capital
 Presupuestación de capital, 449-466. *Véase también*
 Administración de efectivo modelo del valor
 presente ajustado de, 451-453
 ajuste por riesgo en la, 460
 análisis de sensibilidad en la, 461
 congelación de fondos y, 483
 doméstico, 450-451
 opciones reales en la, 461-463
 perspectiva de la compañía matriz sobre, 453-460
 ejemplo de, 456-460
 modelo de valor presente ajustado en, 455-456
 tipo de cambio futuro esperado y, 456
 paridad de poder de compra en la, 461
 Presupuesto de efectivo, 468. *Véase también*
 Administración de efectivo
 PriceWaterhouseCoopers, 499-500
 desbordamiento de los precios, efecto de, 436
 Prima(s)
 a plazo, 123, 126-127
 de opciones, 173
 fondos de inversión cerrados del país, 371
 por control de bloque, 95
 por derecho a voto, 95
 Prince, Bob, 68
 Principality of Sealand, 508-509
 Principio(s), de Black-Scholes, 216
 de contabilidad generalmente aceptados en Estados Unidos (*US-GAAP*), 434
Principios de Economía Política (Ricardo), 13
 Pringle, John, 243, 425n, 446
 Private Export Funding Corporation (PEFCO), 492
 Privatización, 10, 15-16, 411
 Problema de agencia, 80-88
 definición, 81
 disminución del, entre tenedores de bonos y accionistas, 428
 soluciones del, 82-88
 concentración de la propiedad, 85-86
 consejo de administración, 83
 contratos con incentivos, 83-84
 deuda en el, 86-87
 inscripción de acciones en el extranjero, 87
 mercado de control corporativo, 87-88
 transparencia contable, 86
 Problema de los oportunistas, 79
 Procedimientos de compensaciones, en mercado de bonos, 306-307
 Proceso de desnacionalización, 15
 Procter & Gamble Co., 209, 509
 Producción
 con/sin comercio, 22-24
 sitios de bajo costo, 234-235
 Producto interno bruto
 de Europa, costos de transacción FX y, 42
 exportaciones de mercancía y, 13-14
 zona de euro y, 45
 Producto nacional bruto
 fórmula de cálculo del, 77
 lugar del país por, 146-147
 Programa, Contracomercio de Filipinas, 494
 de crédito a largo plazo, de Eximbank, 492
 de garantía del capital de trabajo, Eximbank, 492
 préstamos a mediano y largo plazo, de Eximbank, 492
 Promedio móvil, a corto plazo (PMCP), 152
 a largo plazo (PML), 152
 Pronóstico del tipo de cambio, 149-155, 238
 Propiedad. *Véanse también* Mercados de capitales;
 Accionistas
 concentrada, 85-86, 91
 control y, 91-95
 de capital extranjero, restricciones a la, 437-442
 de un bien público, 401
 Protección a los inversionistas, 90-91
 Proyecto canibalizado, 454
 PSA (Peugeot/Citroën), 406
 PTF. *Véase* Pagaré de tasa flotante
 PTM *Véase* Fenómeno de múltiples precios de mercado
 Puntos de la cotización a plazo, 125-126
 Puthenpurackal, John J., 296, 312
- Ⓢ
 q de Tobin, 86n
 Quantum Fund, 376
- P**
 Raab, Michael, 236
 Rabobank Nederland, 268
 Radenbaugh, L. H., 250, 263
 Ragazzione, Giorgio, 421
 Raiffeisen Centrobank (Austria), 494
 Rajan, R., 96n, 103
 Ramchand, Latha, 433n, 446
 Rao, Narasimha, 419
 Ratmiroff, Serge, 224
 Ravenscraft, David, 408, 421
 Razón, cobertura, 182
 deuda, 427
 deuda/capital, 427-429
 exportaciones/producto interno bruto, 13-14
 óptima de deuda, 452
 rotación, 316-17
 RBS, 305
 Reagan, Ronald, 33
 Recesión, 43
 Reciclaje de petrodólares, 280
 Redes bilaterales, 470, 473
 Reese, W. A. hijo, 103
 Regalías, 455
 Régimen de tipo de cambio flexible puro, 69
 Registro en estante, 296
 Regla 144A de la SEC, 296, 327, 426-427
 Regla 415 de la SEC, 296
 Regla(s), contables, 434
 de cruce del promedio móvil, 151-152
 de línea brillante, 90
 del hombre prudente, 380
 Regulación, K de la Reserva Federal, 269-270
 M de la Reserva Federal, 274
 Reidelman, Carl, 221
 Reino Unido (U.K.)
 adquisiciones hostiles en, 87
 bimetalismo y, 26
 Cadbury Code, 83, 98-99, 434n
 Cadbury Committee, 83, 98, 434n
 como país de los Cinco Grandes, 33
 correlación intra/entre país/países de los rendimientos, 358
 costo de capital en, 426-429
 datos macroeconómicos de, 46
 desregulación y, 356
 escándalos corporativos en, 98
 euro y, 57
 gobierno corporativo en el, 83, 85, 434n
 inversión extranjera directa y, 395-398
 ley consuetudinaria del, 88
 medición Sharpe del desempeño y, 361
 métodos de traducción contable en el 251-252
 multinacionales en, 18
 portafolio internacional óptimo de, 359
 salarios en, 17
 tendencias de la balanza de pagos del, 70-71
 volumen de comercio de divisas en, 106
 Relación entre bancos corresponsales, 111, 269
 Remediación, en la traducción, 249
 Remesas, restricción de, 459
 Renault Motors, 241, 406
 Rendimiento(s), de acciones internacionales, correlaciones entre, 358
 promedio de portafolio, 383n
 Rendleman, Richard J. hijo, 181n, 188

- Repsol SA, 405
- República de Checoslovaquia, privatización en la, 16
- Reserva Federal de Estados Unidos. *Véase* Sistema de la Reserva Federal (Fed)
- Reservas de divisas, 66-68
- Resnick, Bruce G., 160, 333, 336, 366n, 368, 369n, 379, 387
- Restricción(es), a la propiedad extranjera, 440
- de fondos, 454
 - de remesas, 459
- Retención de impuestos
- bonos extranjeros y eurobonos internacionales, 295-296
 - definición, 501
 - tasas de Estados Unidos, 502
- Revelación de información financiera, 51
- Reuters, 108, 110, 112-113
- Rhone-Poulenc SA, 404-405
- Ricardo, David, 13-14, 22, 141
- Richardson, J., 144, 160
- Riddick, Leigh, 377-387
- Riesgo. *Véanse* Exposición económica; Exposición por transacción; Exposición por traducción
- aversión agregada al, 435-436
 - cambiarlo, 5, 206, 237-239
 - puro, 440
 - control del, 411
 - de, crédito, 272, 349
 - inflación, 380
 - la base, 349
 - mercado, 273
 - doméstico, 435
 - desigualdad, 349
 - diversificación de portafolio y, 357-359
 - económico, 413
 - en, presupuestación de capital, 460
 - swaps, 349
 - idiosincrásico (específico), 373
 - incumplimiento, 428
 - Macro político, 410
 - mercado, 273
 - extranjero puro, 440
 - nivel equivalente al nacional, 365
 - no diversificable, 358
 - no sistemático, 358
 - o específico, 373
 - operativo, 272, 411
 - país, 413
 - sistemático, 436
 - político, 5-6, 410-417
 - administración del, 414-417
 - análisis del, 285
 - macro, 410
 - medición del, 411-414
 - microrriesgo, 411
 - subsidiarias y, 443
 - por, incumplimiento, 428
 - resultados inferiores, 198
 - propagación, 79
 - reducción bancaria del, 269
 - sesgo doméstico y, 378
 - sistemático, 358, 424
 - del país, 436
 - doméstico puro, 437
 - mundial, 436
 - indirecto, 437
 - soberanos, 349
 - tasa de interés
 - definición, 349
 - mercado de euromoneda y, 277
 - pagarés de tasa flotante y, 297
 - swap de divisas y, 349
 - tipo de cambio, 5-6, 388-389
 - transferencia del, 411
 - único o no sistemático, 373
- Riesgo político
- administración del, 414-417
 - clasificaciones de, 411
 - definición, 410
 - en, crisis internacional de la deuda, 285
 - financiamiento, 443
 - factores clave del, 412-413
 - inversión extranjera directa y, 410-417
 - macro, 410
 - medición del, 411-414
 - micro, 411
 - tipo de cambio y, 5-6
- Riesgo-rendimiento, características de,
- de, certificados estadounidenses de depósito, 331
 - fondos mutuos, 369
 - mercados de capitales, 361
 - del mercado de bonos, 367-368
- Risk*, 153
- Rivera-Batiz, Francisco L., 21, 274n, 289
- Rivera-Batiz, Luis, 21, 274n, 289
- Robert Bosch GmbH, 93, 95
- Robertson, Julian, 376
- Robson, Mark, 113
- Roche Holding AG, 405
- Rogoff, Kenneth, 151, 160
- Roll, Richard, 333, 336, 359, 387
- Rolls-Royce, 60
- Ronda de Uruguay, 14
- Root, Franklin, 421
- Rosenthal, Leonard, 331, 336
- Ross, Stephen A., 21, 169n, 181n, 188, 447, 460n, 446
- Roulet, J., 359
- Rouwenhorst, K. Geert, 333, 336
- Roux, Andre, 325
- Rowntree, 439
- Royal Bank of Scotland, 268
- Royal Dutch Shell, 395, 401
- Rubinstein, Mark, 181n, 188
- Rubman, Scott, 509
- Rugman, Alan M., 267, 289, 421
- Rumania, General Electric y, 493
- Rummel, R. J., 421
- Rusia
- crisis monetaria de Asia y, 49
 - patrón oro y, 27
 - privatización en, 16
- Σ**
- Sabberwal, Sanjiv, 153, 154n, 160
- Sal. Oppenheim & Cie., 236
- Saldo(s), de cuenta corriente (SCC), 62n, 63
- en efectivo. *Véase* Administración del efectivo
 - precautorio, 467-473, 475
 - transacción, 467
 - liquidaciones oficiales de la balanza de pagos, 65
 - total de la balanza de pagos, 65
 - transacciones, 467
- Salomon Brothers, 298, 338, 376
- Salop, Joan, 76
- Samsung Electronics, 93, 400
- Samuelson, Paul, 45
- Sanford C., Bernstein, PLC, 236
- Santander Central Hispano, 268
- Sara Lee Corp., 312
- Sarbanes-Oxley Act de 2002, 86, 97-98
- Sarkissian, Sergei, 431, 432n, 447
- Sarnat, I., 379, 387
- SAT. *Véase* Old Mutual's South Africa Trust
- SAXESS. *Véase* Bolsa Automatizada de Estocolmo
- SCC. *Véase* Saldo de cuenta corriente
- Schaffer, Matt, 493, 497
- Scheraga, C., 409, 421
- Schill, Michael, 431, 432n, 447
- Schmid, F. A., 102
- Schmidt, Helmut, 35
- Schnitzer, Monika, 459, 497
- Scholes, Myron, 209, 376
- Schrempp, Jürgen, 11-12, 406-407
- Schuman, Robert, 40
- Schumpeter, J., 96, 103
- Schwartz, Robert A., 319n, 336
- Schwert, W. G., 380n, 387
- Scism, Leslie, 207
- Scottish Power PLC, 405
- Seagram, 10
- Sealand, Principality of, 508-509
- Sears, Rick, 109
- SEBC. *Véase* Sistema Europeo de Bancos Centrales
- SEC. *Véase* Comisión del Mercado de Valores
- Seguro, contra riesgo político, 417
- Semaskey, A., 202
- Sener, T., 387
- Sensibilidades de la exposición al riesgo cambiario, 225
- Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS), 298
- Serpiente (*snake*), 35
- Servicio(s), banca internacional (SBI), 271
- calificación crediticia corporativa, 302
 - cuenta corriente, 62
 - deuda de tasa fija por tasa fija (swap) [*fixed-for-fixed rate debt service*], 338, 345
 - diversificación a los accionistas, 403-404
- Shapiro, Alan C., 442, 446, 466
- Sharfstein, David, 208
- Sharpe, William F., 181n, 188, 369n, 387
- Shastri, Kuldeep, 184, 188, 331, 336, 446
- Shey, Fabian, 109
- Shleifer, A., 81n, 85-86, 88, 89n, 90-91, 93n, 95, 102-103
- Short, H., 86, 103
- SIBOR. *Véase* Singapore Interbank Offer Rate
- Siemens, 17
- Simkins, Berry, 223, 243
- Simon, David, 333, 336
- Singapore Interbank Offer Rate (SIBOR), 274
- Singer, I. M. 402
- Singer & Company, 402-403
- Sistema, cambiario de flotación sucia, 70
- comercial GLOBEX, 109, 165-166, 174
 - compensación, 469-470, 473, 475
 - de pagos interbancarios (Clearing House Interbank Payments System, CHIPS), 111
 - chaebol* (Corea), 78, 97
 - de codeterminación, 83
 - Europeo de Bancos Centrales (SEBC), 40
 - flotación administrada o controlada, 34-35
 - monetario Bretton Woods, 29-32, 66, 493
 - Monetario Europeo (SME), 35-39, 49, 376. *Véase también* Euro
 - monetario internacional
 - acuerdos cambiarios, 34-35
 - bimetalismo, 26
 - crisis, monetaria de Asia, 48-52
 - peso argentino, 52-53
 - peso mexicano, 47-48
 - definición, 25
 - euro y, 39-43
 - evolución del, 26
 - patrón oro y, 27-28
 - periodo entre guerras, 28-29

- sistema, Bretton Woods, 29-32
 monetario europeo, 35-39
 tipos de cambio, 34-35
 fijos y flexibles, 53-54
 Unión Monetaria Europea, 39-43
 primas por inversión en dólares (Reino Unido), 356
 rejilla de paridades (*parity grid system*), 38
 Reserva Federal
 Bancos Centrales Europeos y, 38, 40
 como cámara de compensación de bancos internacionales, 111
 dividendo de impuesto diferido en la administración de capital a largo plazo, 49
 esterilización del oro y, 29
 Foreign Credit Restraint Program, 31
 Greenspan y, 73
 política monetaria y, 45
 servicios de la banca internacional y, 271
 tipo de cambio fijo y, 54
 SK Telecom, 97
 SME. Véase Sistema Monetario Europeo
 Smith, Adam, 71n, 79, 103
 Smith, Clifford, 221
 Smith, Jeffrey, 312
 Smith, Ralph E., 250, 263
 Smithsonian, Charles, 221
 Soborno, 417
 Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial (SWIFT), 111
 Socié Générale, 268
 Socios de la Cámara de Compensación, en los mercados de futuros, 165
 Solidaridad del Pueblo por una Democracia Participativa (Corea), 97
 Solnik, Bruno, 333, 336, 358-359, 370n, 379, 387
 Solomon, Robert, 58
 Solvencia, 488
 Sony Corporation
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 cotizaciones cruzadas por, 5, 10, 422
 inversión extranjera directa por, 395
 Soro, George, 376
 S&P. Véase Standard & Poor's Corp.
 Spaak, Paul-Henri, 40
 Spittaler, Erich, 76
 Srinivasin, Venkat, 476, 486
 Srinivasulu, S. L., 221, 243
 Standard Chartered, 109, 112
 Standard & Poor's Corp. (S&P)
 calificación de crédito en el mercado de bonos por, 300-304, 312
 base de datos de mercados emergentes, 315
 índice de las 500 acciones de, 369, 376, 424
Global Stock Markets Factbook, 322
 transacciones swap, 348
 Stanford University, 48, 72, 209
 Stapleton, Richard, 422n, 447
 Stein, Jeremy, 208
 Stella Automobil, 93
 Stiglitz, Joseph, 58
 Stitzel, Thomas, 443, 447
 Stobaugh, Robert, 442, 447
 Stolper, Michael, 377
 Stonehill, Arthur, 430, 431n, 443, 447
 STRIPS. Véase Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities
 Stultz, Rene M., 87, 102, 103, 209, 221, 303, 312, 379, 425, 428n, 433, 438n, 446, 447
 Subcontratación, 15
 Subparte F, ingreso de, 510
 Subrahmanyam, Marti, 422n, 447
 Subtasas preferenciales de interés, 276
 Subsidiaria
 créditos por pago de impuestos en el extranjero y, 505-506
 en el extranjero, 505-507
 estructura financiera de, 442-444
 extranjera en el "papel", 510
 extranjera minoritaria, 505
 fondos congelados y, 483
 Sucursal(es), 505-507
 bancarias cascarón, 270-271
 bancaria en el extranjero, 269-270
 extranjera, 505
 Sudáfrica, mercados de capitales en, 325
 Suecia, inversión extranjera directa y, 395-396, 398
 Suiza, inversión extranjera directa y, 395-398
 Sumitomo (Japón), 8
 Sumitomo Mitsui Banking, 268
 Sunkung Distribution, 97
 Suprema Specialties, Inc., 207
 Suscriptor(es), 303, 305-306
 de opciones, 173
 Swap(s), 337-355
 bancarios, 338-339
 contratos de, 203-204
 cotizaciones de, 339-340
 cruzado monetario y de tasas de interés, 337
 de, cupón cero por tasa flotante de interés, 348
 deuda por capital, 281-283
 tasas de interés, 340-343, 348-349
 divisas, 343-349
 descripción de, 338
 ejemplo de, 343-344
 obligaciones del servicio de la deuda en, 345-346
 riesgos de, 349
 uso de, 210
 valuación de, 346-347
 variaciones de, 348-349
 eficiencia de los, 349-350
 mercados de, 8, 338
 riesgos de, 349
 tasa fija de interés por tasa flotante, 337, 340-341, 348
 tasas de interés de una sola moneda, 337
 tasa de interés flotante por tasa flotante, 348
 tipos de, 337-338
 transacciones con, 125-126
 SWIFT. Véase Sociedad para la Telecomunicación Financiera Interbancaria Mundial
T
 Tailandia
 autopista de cuota de Bangkok, 410
 crisis monetaria en, 48-50, 285
 Taiwan Fund, 371
 Tandon, Kishore, 184, 188, 331, 336, 446
 Tanzi, Calisto, 101
 Tasa(s). Véanse Tipos de cambio; Mercado cambiario;
 Paridad de tasas de interés; Tasas de interés
 de interés, 423
 abiertas, 167
 contratos de futuros en, 171-172
 de demanda del Eurodólar al cierre en Londres, 276
 deducción fiscal hipotecaria y, 504
 expectativas de las, 138, 148
 riesgo y, 349
 Subtasas de interés preferentes, 276
 swaps de, 340-343, 347-349
 tasas fijas por flotantes, 348
 teoría de, 282
 interbancaria demandada (depósitos), 274
 interbancaria de oferta de Londres (LIBOR)
 mercado de, euromoneda, 274-277
 swaps, 339-341
 pagarés de tasa flotante, 297
 riesgo de tasas de interés, 349
 interbancaria de oferta de París (PIBOR), 274
 interbancaria ofertada (préstamo), 274
 interés preferencial (Estados Unidos), 276
 interna de rendimiento (TIR), 423, 450
 libre de riesgo, 363n
 rendimiento, de equilibrio, 440
 libre de riesgo, 424-425
 tributaria corporativa
 diferencial, precios de transferencia y, 477-478
 marginal más alta, en el país de origen, 453-454
 porcentaje corporativo, 500-501
 progresiva, cobertura y, 208
 Tax Reform Act de 1986, 509
 Telecomunicacoes Brasileiras (Telebras), 427
 Telefónica SA, 405
 Teléfonos de México, 10, 377
 Telematics International, Inc., 207
 Teoría(s)
 cuantitativa del dinero, 161
 de portafolios, 475
 empresa: conducta gerencial, costos de agencia y estructura de la propiedad (Jensen y Meckling), 80
 internalización, 401, 408
 hacia adelante, 408
 valuación de las opciones, 462
 ventaja comparativa, 13-15, 22-23
 activos intangibles y, 401
 ganancias del comercio, 22-23
 swap bancario y, 344
 teoría de Ricardo, 13-15
 Términos, americanos, de la moneda, 115
 europeas, de la moneda, 114
 Tesar, L., 377, 387
 Tesco, 427
 Tesoro de los Estados Unidos
 bonos de tesorería, 296
 déficits comerciales y, 31
 reglas impositivas en mercados estraterritoriales, 508
 Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities (STRIPS), 298
 tasa de las letras de tesorería, 349
 y solución de la crisis mundial de la deuda, 283
 Texas Utilities Co., 405
 Thai baht, 48, 50, 285
 Thai Expressway and Rapid Transit Authority, 410
 Thompson financiero, 316
 Thompson-Houston Company, 410
 TIC. Véase U.S. Treasury International
 Tiffin, Robert, 30, 58
 Tipos de cambio. Véase también Mercado cambiario a plazo, 150
 Acuerdo, de Jamaica, 32
 del Louvre, 34
 del Plaza, 33
 Smithsoniano, 32
 al contado (spot), 138, 456
 pronóstico de tipo de cambio mediante, 150, 153
 y paridad de tasas de interés, 138
 arreglos actualizados, 34-35
 atados dentro de bandas horizontales, 34
 bimetalismo y, 26
 cobertura, 388-389
 completamente flexibles, 69
 comercio y, 493
 contratos a plazo sobre tasas de interés y, 277-279
 cotizaciones muestra, 115

cruzados, 118-120, 125
 a plazo o forward, 125
 cuenta corriente y, 64
 dólar en, 12
 dólar-euro, 41
 en el modelo de valor presente ajustado, 456
 en la década de 1920, 28
 en el sistema monetario, 34-35
 enfoque monetario de la determinación, 161
 expectativas y, 138
 fijos, 53-54
 flexibles, 32-34, 53-54, 69
 flotación, 34-35, 70
 sucia, 70
 fluctuaciones de, 493
 futuro esperado, 456
 índice de dólares en, 223-224
 inversión, en portafolio y, 357, 365-367
 extranjera directa y, 64
 mercados de acciones y, 333
 pronóstico de, 149-155
 paridad, de tasas de interés y, 138
 poder compra y, 143-144, 161
 patrón oro y, 27
 precios de transferencia y, 477
 real, 144-145
 riesgos y, 5, 349
 respuesta de Merck & Co. a, 237-239
 serpiente (*snake*), 35
 sistema de flotación controlada, 35
 tasas de conversión del euro, 40
 tipo cruzado a plazo, 125
 volatilidad de, 5-6
 Tipos deslizantes, 34-35
 TIR. Véase Tasa interna de rendimiento
 Títulos de deuda, 65
 Tiwari, Siddharth, 140, 160
 TLC: Véase Tratado de Libre Comercio de Norteamérica
 Tobin, James, 58
 Toyota Motor Co.
 como, empresa pública, 79
 multinacional, 17-18
 cotización cruzada de acciones por, 10
 instalaciones de manufactura en Estados Unidos, 234-235
 inversión extranjera directa por, 394-395
 retención de efectivo en, 82
 Trabajo, en maquiladoras, 21
 maquila, 21
 Traction, Light & Power de Brasil, 410
 Tradición de ley civil, 88
 Transacción(es). Véanse también Comercio; Finanzas del comercio internacional
 arbitraje y, 110
 autónomas, 66
 cobertura de las, 164, 170, 172
 compensatorias, 494
 completas (entrada y salida), 165
 con, propiedad intangible, 481
 swaps, 125-126
 costo de las, 331
 de, inicio y cierre de una posición, 165
 servicios, 481
 dominio euro de las, 11
 especulativas, 110, 122, 125, 164, 170, 177
 cobertura y, 208
 como juego de suma cero, 122
 contratos a plazo como, 125
 definición, 164
 en mercado de derivados, 164
 futuros de divisas, 170

intercambio interbancario como, 110
 posición de compra (larga), 177
 financiera en el extranjero, 65
 internacionales, 60-61
 internalización de las, 401
 omitidas y mal registradas, 65
 omitidas y no registradas, 65
 propiedad intangible, 481
 recompra, 493
 registradas incorrectamente, 65
 saldos de efectivo para cubrir las, 467, 474
 simple a plazo, 114, 125
 Transfer Pricing Management Benchmarking Association, 485
 Transferencia unilateral, 63
 Transparencia corporativa, 433
 Transportation Research Center, Ohio State University, 394
 Transnacional controlada (TC), 505, 510
 Tratado(s), comerciales recíprocos, 494
 de Maastricht, 38
 fiscales, 501-502
 Tratado de Libre Comercio de Norteamérica (TLC)
 barreras comerciales impuestas por el, 400
 definición, 15
 Ford Motor Co., y 224
 México y, 327, 426
 objeciones a, 20
 Travlos, Nickolaos, 98n, 102, 408, 421, 434n, 446
 Trenner, Justyn, 108-109, 113
 Trester, J., 375, 387
 Treut, Bill, 427
 Tributación mundial, 503
 Trilema, 51
 Trinidad incompatible, 51
 Trotman, Alexander, 224
 Trueque, 493, 495
 Truworths and Massmart, 325
 TSE. Véase Bolsa de Toronto (TSE), 320
 Tuffey, Chris, 301
 Turner, Robert D. M., 481
 Turquía, sueldos en, 17

Y

UAW. Véase United Auto Workers
 UBS; 102, 109, 268, 305-306, 405
 UE. Véase Unión Europea
 UFJ Holdings, 268
 UME. Véase Unión Monetaria Europea
 UNCTAD. Véase Conferencia de Comercio y Desarrollo de la ONU
 Unibanco, 348
 Unilever NV, 17, 312, 405
 Unión Económica y Monetaria, 275
 Unión Europea (UE)
 afiliación en la, 11, 15, 39
 cambio de moneda dentro de la, 42
 datos macroeconómicos, 46
 euro y, 15. Véase también Euro
 impuesto al valor agregado y, 503
 integración dentro de la, 43, 54, 456
 manufactura en la, 17
 política monetaria de, 35
 riesgo político y la, 413
 Tratado de Maastricht, 38
 Unión Monetaria Europea (UME), 12-13, 40-43. Véase también Euro
 United Auto Workers (UAW), 394
 Universal Studios, Inc., 405
 Universidad, Corea, 97
 Roma, 9

University of, California-Riverside, 379
 Chicago, 45, 149, 208-209
 Pennsylvania, 378
 Tennessee, 72
 Uppal, Raman, 379n, 387
 US Bancorp, 268

S

Valor, 177, 179
 a la par, 30
 compañía
 cobertura y, 210
 ecuación de Modigliani-Miller, 450-452
 de bolsa, 298
 de capital social, 65
 en el tiempo, de opciones, 179
 intrínseco de las opciones, 177
 neto de activo (VNA), 371
 presente ajustado, modelo del (VPA), 450-453
 análisis de sensibilidad y, 461
 fondos congelados y, 483
 generalidad del, 455-456
 opciones reales y, 461-463
 por riesgo, 460
 precios de transferencia y, 482-483
 presupuestación de capital y, 453-460
 supuestos de la paridad del poder de compra y, 461
 presente neto (VPN), análisis de, 449-451
 Valuación, 95-96
 a precios de mercado, 273
 regionales, 413
 VanderGriend, Mark, 8
 Variables macroeconómicas, rendimientos de capital y, 333
 Variancia del portafolio, 383n
 Velli, Joseph, 427
 Velocidad del dinero, 150
 Vencimientos
 de, aceptaciones bancarias, 490
 bonos cupón cero, 298
 contratos, 163
 en mercados a plazo, 123
 traducción contable basada en, 245
 Venta(s), a consignación, 488
 perdidas, 454
 Ventaja, absoluta, 22
 gratuita (*free ride*), 437
 Vemon, Raymond, 403, 418, 421
 Vetsuypens, Michael R., 336
 Vishny, R., 81n, 85-86, 88, 89n, 91, 93n, 95, 103
 Vivendi SA, 405
 Vodafone Air Touch (Reino Unido), 9, 404-405
 Volatilidad, del tipo de cambio frente a bonos, 367
 Volcker, Paul, 45
 Volkswagen AG, 236-237, 281
 VPA. Véase Modelo de valor presente ajustado (VPA)
 Vu, Joseph, 331, 336
 Volvo Motors, 236, 406

Ω

W. R. Grace Co., 84
 Wachovia Corp. 268
 Wahab, Mahmood, 374, 387
 Wal-Mart Stores, Inc., 17, 312
 Wal-Mart Stores (Reino Unido) Ltd., 405
 Wall Street Journal, 4, 8, 276, 308, 310, 322-323, 503
 Wars, Mark, 108-109
 Washington Mutual, 268
 Wasserfallen, Walter, 438n, 447
 Watkins, M. 386
 WEBS. Véase World Equity Benchmark Shares

Wedco Technology, Inc., 206
 Wei, John, 331, 336
 Weintraub, Sidney, 224
 Weisbach, M. S., 103
 Wells Fargo Bank, 268
 Wells Fargo & Co., 280
 Wells, Lous T., 410
 Wenchi, K. C., 336
 Werner, Helmut, 407
 Werner, I, 377, 387
 Westerfield, Randolph W., 21, 447, 460n, 466
 WestLB-Tricon Forfaiting Fund, 491
 Weston, James, 221
 Weston, John, 210
 Whaley, Robert, 183n, 184, 188

Wharton Econometric Forecasting Associates, 153
 Wharton School, University of Pennsylvania, 208, 378
 Wheatley, S., 372n, 386
 Wihlborg, Clas, 243
 Williamson Rohan, 103, 243
 Wilshire Associates, 84
 Wilson, Andrea, 508
 WorldCom, 9, 20, 78, 96-97
 World Equity Benchmark Shares (WEBS), 370, 375
 Wriston, Walter, 283

Ψ

Yang, Jiawen, 233, 243
 Yap, Karl Lester M., 494

Yeager Leland, 76
 Yen, 294-295
 Yeung, Bernard, 408, 421
 Ying-Wong Cheung, 122, 131
 York, Jerome, 84
 Yukos Oil (Rusia), 6

Z

Zedillo, Ernesto, 47
 Zeneca Group PLC, 405
 Zimmer, Steven, 426, 428n, 429n, 446
 Zingales, Luigi, 95, 96n, 97n, 102-103
 Zurich Allied AG, 405
 Zurich Versicherungs GmbH, 405

DIVISAS

Jueves 3 de marzo de 2005

Las medias de los tipos de cambio que se presentan a continuación se aplican a montos bancarios de un millón de dólares o más, cotizados a las 4 p.m., hora del este, por Reuters y otras fuentes. Las transacciones al menudeo proporcionan menos unidades de la divisa extranjera por dólar

País	Equivalente en \$ EU		Moneda por \$ EU	
	Jueves	Miércoles	Jueves	Miércoles
Arabia Saudita (real)	.2667	.2666	3.7495	3.7509
Argentina (peso) ^y	.3388	.3383	2.9516	2.9560
Australia (dólar)	.7830	.7836	1.2771	1.2762
Baharein (dinar)	2.6525	2.6524	.3770	.3770
Brasil (real)	.3735	.3791	2.6774	2.6378
Canadá (dólar)	.8037	.8068	1.2442	1.2395
a 1 mes	.8037	.8069	1.2442	1.2393
a 3 meses	.8043	.8074	1.2433	1.2385
a 6 meses	.8057	.8088	1.2412	1.2346
Chile (peso)	.001690	.001699	591.72	588.58
China (renminbi)	.1208	.1208	8.2765	8.2765
Colombia (peso)	.004267	.004295	2343.57	2328.89
Corea del Sur (won)	.0009965	.0009926	1006.54	1007.46
DEG	1.5248	1.5238	.6558	.6563
Dinamarca (corona)	.1761	.1765	5.6786	5.6657
E. Árabes Unidos (dirham)	.2723	.2723	3.6724	3.6724
Ecuador (dólar EU)	1.0000	1.0000	1.0000	1.0000
Egipto (libra) ^y	.1722	.1722	5.8089	5.8062
Euro	1.3112	1.3136	.7627	.7613
Filipinas (peso)	.01822	.01827	54.885	54.735
Hungría (florín)	.00546	.005421	184.98	184.47
India (rupia)	.02290	.02290	43.668	43.668
Indonesia (rupia)	.0001076	.0001078	9294	.9276
Israel (shekel)	.2304	.2307	4.3403	4.3346
Japón (yen)	.009498	.009554	105.29	104.67
a 1 mes	.009521	.009576	105.03	104.43
a 3 meses	.009596	.009627	104.50	103.87
a 6 meses	.009651	.009709	103.62	103.00
Jordania (dinar)	1.4114	1.4104	.7085	.7090
Kuwait (dinar)	3.4274	3.4245	.2990	.2990
Libano (libra)	.0006605	.0006605	1514.00	1514.00
Malasia (ringgit) ^b	.2632	.2632	3.7994	3.7994
Malta (lira)	3.0431	3.0491	.3286	.3280
México (peso)				
Tipo flotante	.0899	.0902	11.1185	11.0852
Noruega (corona)	.1595	.1600	6.2629	6.2500
Nueva Zelanda (dólar)	.7272	.7268	1.3751	1.3759
Hong Kong (dólar)	.1782	.1282	7.8003	7.8003
Paquistán (rupia)	.01685	.01685	59.347	59.347
Perú (nuevo sol)	.3066	.3065	3.2616	3.2626
Polonia (zloty)	.3333	.3334	3.0003	2.9994
Reino Unido (libra)	1.9077	1.9135	.5242	.5226
a 1 mes	1.9044	1.9101	.5251	.5235
a 3 meses	1.8983	1.9038	.5268	.5253
a 6 meses	1.8904	1.8959	.5290	.5275
Rep. Eslovaca (corona)	.03462	.03470	28.885	28.818
República Checa (corona)				
Tipo comercial	.04432	.04431	22.563	22.568
Rusia (rupia) ^a	.03606	.03605	27.732	27.739
Singapur (dólar)	.6140	.6152	1.6287	1.6255
Sudáfrica (rand)	.1676	.1694	5.9666	5.9032
Suecia (corona)	.1450	.1448	6.8966	6.9061
Suiza (franco)	.8470	.8520	1.1806	1.1737
a 1 mes	.8485	.8534	1.1786	1.1718
a 3 meses	.6517	.8568	1.1741	1.1671
a 6 meses	.8573	.8623	1.1665	1.1597

Equivalente en \$ EU
Moneda por \$ EU

País	Equivalente en \$ EU		Moneda por \$ EU	
	Jueves	Miércoles	Jueves	Miércoles
Tailandia (dólar)	.02600	.02608	38.462	38.344
Taiwán (dólar)	.03245	.03252	30.731	30.750
Turquía (nueva lira) ^d	.7800	.7785	1.2820	1.2845
Uruguay (peso)				
Financiero	.03900	.03910	25.641	25.575
Venezuela (bolívar)	.000466	.000521	2145.92	1919.39

Los Derechos Especiales de Giro (DEG) están basados en los tipos de cambio de las monedas de Estados Unidos, Reino Unido y Japón. Fuente: Fondo Monetario Internacional a-tipo del Banco Central de Rusia; b-tipo del gobierno; d-nueva base desde el 1 de enero de 2005; y-tipo flotante

DINERO

Jueves 3 de marzo de 2005

Las tasas de interés anuales de Estados Unidos y otros países que se presentan a continuación son una guía para los niveles generales pero no siempre representan las transacciones reales

Tasa prime: 5.50% (vigente el 02/02/05). La tasa base sobre préstamos corporativos ofrecida al menos por 75% de los 30 bancos más grandes del país.

Tasa de descuento (primaria): 3.50% (vigente el 02/02/05).

Fondos federales: 2.625% máximo, 2.470% mínimo, 2.500% cerca de oferta al cierre, 2.625% oferta. Tasa vigente: 2.51%. Fuente: Prebon Yamane (USA) Inc. Tasa meta fondos federales: 2.500% (vigente el 02/02/05).

A la vista: 4.25% (vigente el 02/02/05).

Papel comercial: Colocado directamente por General Electric Capital Corp.: 2.64% a 30-62 días; 2.73% a 63-89 días; 2.85% a 90-120 días; 2.91% a 121-149 días; 3.00% a 150-179 días; 3.07% a 180-209 días; 3.12% a 210-239 días; 3.18% a 240-266 días; 3.23% a 267-270 días.

Papel comercial euro: Colocado directamente por General Electric Capital Corp.: 2.06% a 30 días; 2.08% a dos meses; 2.10% a tres meses; 2.12% a cuatro meses; 2.14% a cinco meses; 2.16% a seis meses.

Papel comercial corredores: Pagarés no garantizados, de grado elevado, vendidos por medio de corredores de las principales casas de bolsa: 2.66% a 30 días; 2.76% a 60 días; 2.88% a 90 días.

Certificados de depósito: 2.69% a un mes; 2.91% a tres meses; 3.15% a seis meses.

Aceptaciones bancarias: 2.67% a 30 días; 2.78% a 60 días; 2.89% a 90 días; 2.95% a 120 días; 3.05% a 150 días; 3.14% a 180 días. Fuente: Prebon Yamane (USA) Inc.

Eurodólares: 2.71%-2.69% a un mes; 2.80%-2.78% a dos meses; 2.91%-2.89% a tres meses; 3.00-2.95% a cuatro meses; 3.07%-3.04% a cinco meses; 3.16%-3.13% a seis meses. Fuente: Prebon Yamane(USA) Inc.

Libor (Tasa Interbancaria Ofrecida en Londres): 2.74563% a un mes; 2.9500% a tres meses; 3.200% a seis meses; 3.5700% a un año. Tasa vigente para contratos celebrados dos días antes de la fecha que encabeza esta columna.

Libor Euro: 2.1021% a un mes; 2.13344% a tres meses; 2.19600% a seis meses; 2.33513% a un año. Tasa vigente para contratos celebrados dos días antes de la fecha que encabeza esta columna.

Euribor (Tasas Interbancarias ofrecidas para el Euro): 2.102% a un mes; 2.135% a tres meses; 2.195% a seis meses; 2.336% a un año. Fuente: Reuters.

Tasas Primas Extranjeras: Canadá 4.25%; Banco Central de Europa 2.00%; Japón. 1.375%; Suiza 2.60%; Gran Bretaña 4.75%.

Certificados del Tesoro: Resultados de la subasta de certificados del gobierno de Estados Unidos a corto plazo, realizada el lunes 28 de febrero de 2005, vendidos con descuento de valor nominal en unidades de entre \$1 000 a \$1 millón: 2.715% a 13 semanas; 2.925% a 26 semanas. Subasta del martes 1 de marzo de 2005: 2.510% a 4 semanas.

Tasa de recompra al día siguiente: 2.48%. Fuente: Garban Inter-capital.

Freddie Mac: Rendimientos publicados sobre compromisos hipotecarios a 30 años. Entrega en un plazo de 30 días 5.53%, de 60 días 5.59%, para hipotecas estándar convencionales a tasa fija: 3.375%, tasa tope 2% hipotecas de tasa ajustable a un año.

Fannie Mac: Rendimientos publicados sobre compromisos hipotecarios (precio a la par) para entrega dentro de un plazo de 30 días 5.663%, de 60 días 5.712%, para hipotecas estándar convencionales a tasa fija. Índice Constante de Vencimiento de Deuda: 2.878% a tres meses; 3.124% a seis meses; 3.485% a un año.

Fondo de activos disponibles Merrill Lynch: 1.83%

Índice de precios al consumidor: enero, 190.7, 3.0% más que hace un año. Bureau of Labor Statistics

FUTUROS DE DIVISAS

Jueves 3 de marzo de 2005

	Inicial	Máximo	Mínimo	Cierre	Cambio	Plazo		Interés
						Máximo	Mínimo		abierto
Yen japonés (CME)-¥12 500 000; \$ por ¥								
Marzo	.9553	.9556	.9492	.9505	-.0049	.9885	.8873	128 958
Junio	.9628	.9628	.9565	.9576	-.0050	.9930	.9040	23 603
Vol. est. 42 196; Vol. miércoles 32 510; int. inicial 152 733 -898								
Dólar canadiense (CME)-CAD 100 000; \$ por CAD								
Marzo	.8096	.8075	.8002	.8046	-.0022	.8526	.7150	86 462
Junio	.8078	.8084	.8012	.8054	-.0023	.8495	.7150	8 742
Sept.	.8050	.8060	.8040	.8070	-.0023	.8490	.7160	1 370
Dic.	.8085	.8085	.8070	.8088	-.0023	.8515	.7480	766
Vol. est. 31 547; Vol. miércoles 18 889; int. inicial 97 375 +1 731								
Libra esterlina (CME)-£62 500; \$ por £								
Marzo	1.9121	1.9129	1.9046	1.9063	-.0056	1.9446	1.7321	78 706
Vol. est. 19 566; Vol. miércoles 15 190; int. inicial 80 754 +844								
Franco suizo (CME)-CHF 125 000; \$ por CHF								
Marzo	.8525	.8527	.8458	.8447	-.0051	.8892	.7853	58 881
Junio	.8571	.8574	.8507	.8522	-.0051	.8920	.7880	2 101
Vol. est. 20 232; Vol. miércoles 23 355; int. inicial 61 107 -849								
Dólar australiano (CME)-AUD 100 00; \$ por AUD								
Marzo	.7821	.7845	.7797	.7828	-.0002	.7945	.6400	91 185
Junio	.7760	.7791	.7746	.7775	-.0002	.7891	.6670	7 011
Sept.	.7720	.7730	.7729	.7726	-.0002	.7838	.6600	745
Vol. est. 12 053; Vol. miércoles 23 806; int. inicial 99 053 -5 046.898								

	Inicial	Máximo	Mínimo	Cierre	Cambio	Plazo		Interés
						Máximo	Mínimo		abierto
Peso mexicano (CME)-MXN 500 000; \$ por MXN								
Marzo	.09002	.09045	.08977	.08990	-.00007	.09050	.08200	98 990
Junio	.08900	.08900	.08837	.08845	-.00007	.08905	.08160	4 719
Vol. est. 17 106; Vol. miércoles. 10 751; int. inicial 104 533 +2.147								
Euro/US dólar (CME)- 125 000; \$ por								
Marzo	1.3136	1.3167	1.3098	1.3112	-.0025	1.3687	1.1363	159 822
Junio	1.3170	1.3193	1.3126	1.3140	-.0025	1.3699	1.1750	10 096
Sept.	1 3202	1.3225	1.3175	1.3182	-.0025	1.3711	1.1750	600
Vol. est. 85 606; Vol. miércoles. 112 457 int. inicial 171 598 +1 656								
Euro/US dólar (NYBOT)- 200 000; \$ por								
Marzo	1.3135	1.3153	1.310	1.3116	-.0023	1.3643	1.2780	543
Vol. est. 248; Vol. miércoles. 357; int. inicial 548 -12.								
Euro/Yen japonés (NYBOT)- 100 000; ¥ por								
Marzo	173.59	138.05	137.59	137.90	.43	140.94	132.74	14 765
Vol. est. 1 639; Vol. miércoles 546; int. inicial 16 746 +36								
Euro/Libra esterlina (NYBOT)- 100 000; £ por								
Marzo	.6879	.6892	.6879	.6880	.0008	.7140	.6871	5 399
Vol. est. 406; Vol. Miércoles 187; int. inicial 5 429 + 65								

OPCIONES DE DIVISAS

Martes 8 de marzo de 2005

PHILADELPHIA EXCHANGE

	Compra	Venta
Euro		133.39
62 500 Euro-centavos por unidad		
120 Marzo	13.42	—
126 Marzo	—	.03
126 Junio	—	.26
126 Sept.	—	.73
130 Marzo	3.43	.03
130 Junio	4.59	.94
130 Sept.	—	1.81
130 Dic.	6.76	2.43
Yen japonés		95.80
6 250 000 Yen J-centésimas de centavo por unidad		
95 Marzo	.97	.05
95 Junio	—	1.04
95 Sept.	—	1.48
96 Marzo	.31	.39
96 Junio	2.00	1.53
96 Sept.	3.22	1.96
96 Dic.	—	2.21
97 Marzo	.05	—
97 Junio	1.53	2.05
97 Sept.	2.08	2.47
97 Dic.	—	2.07

Fuente: Precios medios calculados con base en cotizaciones de compra-venta de Bloomberg el martes 8 de marzo de 2005.

