

# Finanzas Internacionales 2

Autor: Maria Camila Lozano



Finanzas Internacionales 2 / Maria Camila Lozano, / Bogotá D.C.,  
Fundación Universitaria del Área Andina. 2017

978-958-5455-32-0

Catalogación en la fuente Fundación Universitaria del Área Andina (Bogotá).

© 2017. FUNDACIÓN UNIVERSITARIA DEL ÁREA ANDINA  
© 2017, PROGRAMA FINANZAS Y NEGOCIOS INTERNACIONALES  
© 2017, MARIA CAMILA LOZANO

Edición:

Fondo editorial Areandino  
Fundación Universitaria del Área Andina  
Calle 71 11-14, Bogotá D.C., Colombia  
Tel.: (57-1) 7 42 19 64 ext. 1228  
E-mail: publicaciones@areandina.edu.co  
<http://www.areandina.edu.co>

Primera edición: noviembre de 2017

Corrección de estilo, diagramación y edición: Dirección Nacional de Operaciones virtuales  
Diseño y compilación electrónica: Dirección Nacional de Investigación

Hecho en Colombia  
Made in Colombia

Todos los derechos reservados. Queda prohibida la reproducción total o parcial de esta obra y su tratamiento o transmisión por cualquier medio o método sin autorización escrita de la Fundación Universitaria del Área Andina y sus autores.

# Finanzas Internacionales 2

Autor: Maria Camila Lozano





# Índice

## UNIDAD 1 Los objetivos de las empresas multinacionales (EM)

Introducción	7
Metodología	8
Desarrollo temático	9

## UNIDAD 1 Modelos de valuación para una compañía multinacional

Introducción	18
Metodología	19
Desarrollo temático	20

## UNIDAD 2 Sistemas de fluctuación y tipos de cambio

Introducción	31
Metodología	32
Desarrollo temático	33

## UNIDAD 2 Riesgo exposición de moneda y de cobertura

Introducción	42
Metodología	43
Desarrollo temático	44



# Índice

## UNIDAD 3 Los flujos de comercio internacional

Introducción	53
Metodología	54
Desarrollo temático	55

## UNIDAD 3 Las agencias que facilitan los flujos internacionales

Introducción	67
Metodología	68
Desarrollo temático	69

## UNIDAD 4 El costo global y la disponibilidad de capital

Introducción	79
Metodología	80
Desarrollo temático	81

## UNIDAD 4 Instrumentos alternativos a la fuente de capital

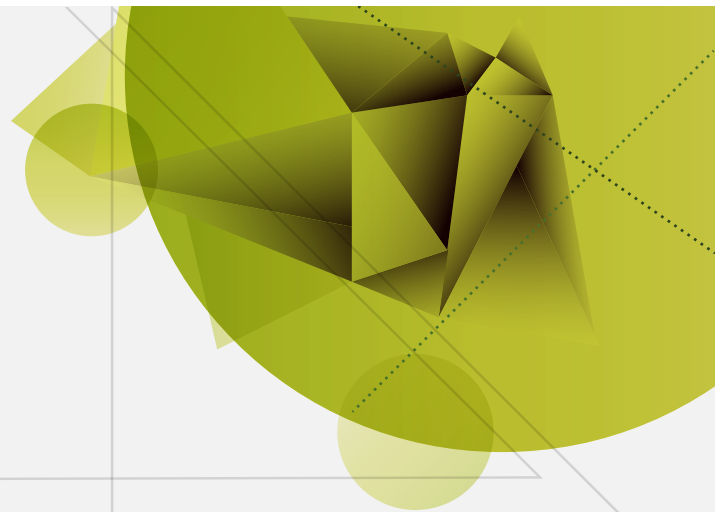
Introducción	92
Metodología	93
Desarrollo temático	94

Bibliografía	102
--------------	-----

# 1

## Unidad 1

Los objetivos de las  
empresas  
multinacionales  
(EM)



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

## Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales.

Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que esta cartilla, se pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre la Gestión Financiera en las Empresas Multinacionales, de manera que asimile y los pueda aplicar a nivel empresarial las habilidades financieras, por lo tanto se conocerá los objetivos de las empresas multinacionales, beneficios de la diversificación internacional y los flujos de caja, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla los conceptos básicos de gestión financiera en las empresas multinacionales, identificando y comprendiendo los beneficios de la diversificación financiera en sus respectivos flujos de caja, entonces es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad I denominada "Gestión financiera de empresas multinacionales", comprenda las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa de diagnóstico.



## Los objetivos de las empresas multinacionales (EM)

Como el comercio internacional es una ciencia económica que describe y explica cómo se negocian o intercambian bienes y servicios entre residentes países. La importancia del comercio internacional es que contribuye de manera clara con el crecimiento económico porque, se manifiesta en el Producto Interno Bruto de un año al otro en términos relativos y como las exportaciones netas están en función del ingreso denominado Producto Nacional Neto.

Uno de los tipos del comercio internacional es el comercio multinacional y este surge ante los resultados positivos de la balanza comercial a cargo de las empresas que realizan su labor como trasnacionales, por lo tanto los gobiernos permiten que estas se asocien o inviertan en otros países ya no en forma temporal sino definitiva dado que al incrementar sus capitales deben pagar más impuestos al país de origen.

Entonces se definen a las empresas multinacionales como aquellas que extienden su capital y conocimiento hacia diferentes lugares del mundo atraídos por recursos naturales abundantes y mano de obra a bajo costo, ya que trasladan sus operaciones por un tiempo indeterminado bajo la denominación de anclaje.

La administración de las empresas multinacionales se basa en la maximización de la riqueza para sus accionistas, con el fin de obtener con mayor facilidad los fondos necesarios para apoyar sus operaciones. Por lo tanto los gerentes pueden tomar decisiones en establecer una subsidiaria en un lugar en vez de otro, quizá se base en el atractivo de la ubicación para un gerente en particular y no en los beneficios potenciales para los accionistas, pero la decisión de ampliar una subsidiaria puede estar motivada por el deseo del gerente de recibir una compensación mayor y no en el interés de aumentar el valor de la EM. Este conflicto de metas entre los gerentes de una empresa y los accionistas se conoce como problema de agencia.

Las EM con subsidiarias pueden experimentar problemas de agencia como la dificultad de monitoreo a las subsidiarias en países extranjeros por no perseguir la maximización de los accionistas. Así que es importante tener en cuenta:

- Control de la matriz sobre los problemas de agencia, con el fin de comunicar con claridad las metas de cada subsidiaria para asegurarse de que todas se concentren en maximizar el valor de las EM. Un incentivo común consiste en ofrecer a los gerentes acciones de la EM como parte de su compensación, de modo que se beneficien directamente con un precio accionario más alto cuando tomen decisiones que aumenten el valor de la EM.

- Control corporativo de los problemas de agencia puede ayudar a evitar los problemas de agencia y garantizar que los gerentes tomen decisiones que satisfagan a los accionistas de la EM.
- Gracias a la implementación de la Ley Sarbanes-Oxley que entró en vigencia a partir de 2002 permite garantizar un proceso más transparente con el fin de que los gerentes reporten sus condiciones financieras de la empresa, así mismo genera un proceso de informes internos para que los directivos puedan vigilar con facilidad la información por medio de una base de datos y así detectar las discrepancias y verificar personalmente su exactitud.

El aspecto más importante de una empresa multinacional es su estructura administrativa centralizada porque, permite a los gerentes controlar a las subsidiarias extranjeras, pero pueden tomar decisiones equivocadas con relación a las subsidiarias si no están tan bien informados. Aunque algunas veces las multinacionales pueden emplear un estilo descentralizado y lo más probable que los costos de agencia sean altos porque, no se enfocan en la maximización del valor de toda empresa multinacional, pero lo positivo es que están más cerca de las operaciones y el entorno de la subsidiaria.

Gracias al uso de Internet ha facilitado el hecho de que la empresa matriz monitoree las acciones y el desempeño de las subsidiarias en el extranjero por la implementación del correo electrónico como herramienta para enviar información actualizada en formato estandarizado para evitar problemas con el idioma, adjuntar imágenes de los informes financieros y diseño de productos

## Los beneficios de la diversificación internacional

Es importante resaltar que las multinacionales buscan negocios internacionales para expandirse así que tienen en cuenta la teoría de la ventaja comparativa, teoría de los mercados imperfectos y teoría del ciclo del producto.

### Teoría de la ventaja comparativa

Esta teoría fue formulada por David Ricardo, en el cual manifiesta que el crecimiento de un país se debe a una mayor especialización de los productos, bienes o servicios y como consecuencia aumenta la eficiencia. Es el caso de las multinacionales que poseen ventaja tecnológica tales como: Oracle, Intel e IBM que han penetrado los mercados extranjeros.

### Teoría de los mercados imperfectos

Sí no existiera restricción en la movilidad de los factores crearía igualdad en los costos y ganancias, ocasionando la eliminación de la ventaja comparativa en costos, razón principal del comercio y las inversiones internacionales, pero sin embargo, el mundo actual se ve afectado por las condiciones de un mercado imperfecto, donde los factores de producción son inmóviles, hay presencia de costos y restricciones con la transferencia de mano de obra y otros recursos utilizados para la producción y ofrecen un incentivo para que las empresas busquen oportunidades fuera de su país.

### Teoría del ciclo de producto

Esta teoría busca que las empresas se estabilicen en el mercado nacional como resultado de una ventaja percibida sobre sus competidores existentes. Al principio, la empresa cubrirá la demanda de su producto

en el extranjero por medio de la exportación; con el transcurso del tiempo la forma de mantener su ventaja sobre la competencia en los países extranjeros es fabricar el producto en mercados internacionales, disminuyendo los costos de transporte, aumentar el margen de producción y su estrategia de financiamiento o de marketing.

Las tres teorías nos ayudan a identificar que las empresas multinacionales realizan algunas metodologías para realizar negocios internacionales como:

- Comercio internacional: el uso de la exportación permite que las empresas puedan penetrar en el mercado o para obtener materia prima a bajo costo y este enfoque representa un riesgo mínimo porque, la empresa no arriesga su capital.
- Gracias a Internet se ha facilitado el comercio internacional porque utilizan sus sitios web para dar a conocer sus productos ante importadores potenciales en todo el mundo, incluso puede monitorear los productos que tiene en inventario, de modo que los proveedores reciban una modificación inmediata de que deben despachar más productos una vez que el inventario disminuya de un nivel específico.
- Licencias permite a la empresa prestar su tecnología, material protegido con derechos de autor, patentes, marcas registradas o nombres de marca a cambio de cuotas o algún otro beneficio en los mercados extranjeros sin una inversión considerable en esos países y sin los costos de transporte que resultan de la exportación. Existe una desventaja en las licencias y es la dificultad para la empresa de proporcionar la tecnología para asegurar el control de calidad en el proceso de producción en el extranjero.
- Franquicias obliga a la empresa a suministrar una estrategia especializada de ventas o servicio y quizás una inversión inicial en la franquicia a cambio de cuotas periódicas como McDonald's, Pizza Hut, Subway entre, otros. Estas también permite a las empresas penetrar en los mercados extranjeros sin una inversión considerable y gracias a la disminución de las barreras en los países del Este de Europa y Suramérica ha dado como resultado varios acuerdos de franquicias.
- Joint Ventures es una empresa de propiedad y operación conjunta por dos o más empresas penetran en los mercados extranjeros mediante su participación en una joint venture con empresas que residen en esos mercados, en el cual les permite que puedan aplicar sus ventajas comparativas en un proyecto determinado, por ejemplo General Mills, Inc. se unió en una joint venture con Nestlé S.A, de modo que los cereales que produce General Mills se pueda vender a través de una red de distribución de ventas en el extranjero establecida por Nestlé.
- Adquisición de operaciones existentes hace referencia a que las empresas adquieren otras en países extranjeros como un medio para penetrar en esos mercados, lo que les permiten a las empresas tener un control total sobre sus negocios internacionales y obtener con rapidez una participación muy alta en un mercado extranjero.
- Establecer nuevas subsidiarias en el extranjero hace referencia a que las empresas pueden penetrar en los mercados extranjeros estableciendo nuevas empresas en otros países para producir y vender sus productos, pero en el cual se requiere de una inversión considerable para que puedan adaptar las operaciones a sus necesidades.

Se concluye que estos métodos incrementan los negocios internacionales por medio de una inversión directa en operaciones en el extranjero denominada como Inversión Extranjera Directa. En la figura N°1 se observa los flujos de efectivo o de caja de las Empresas Multinacionales.

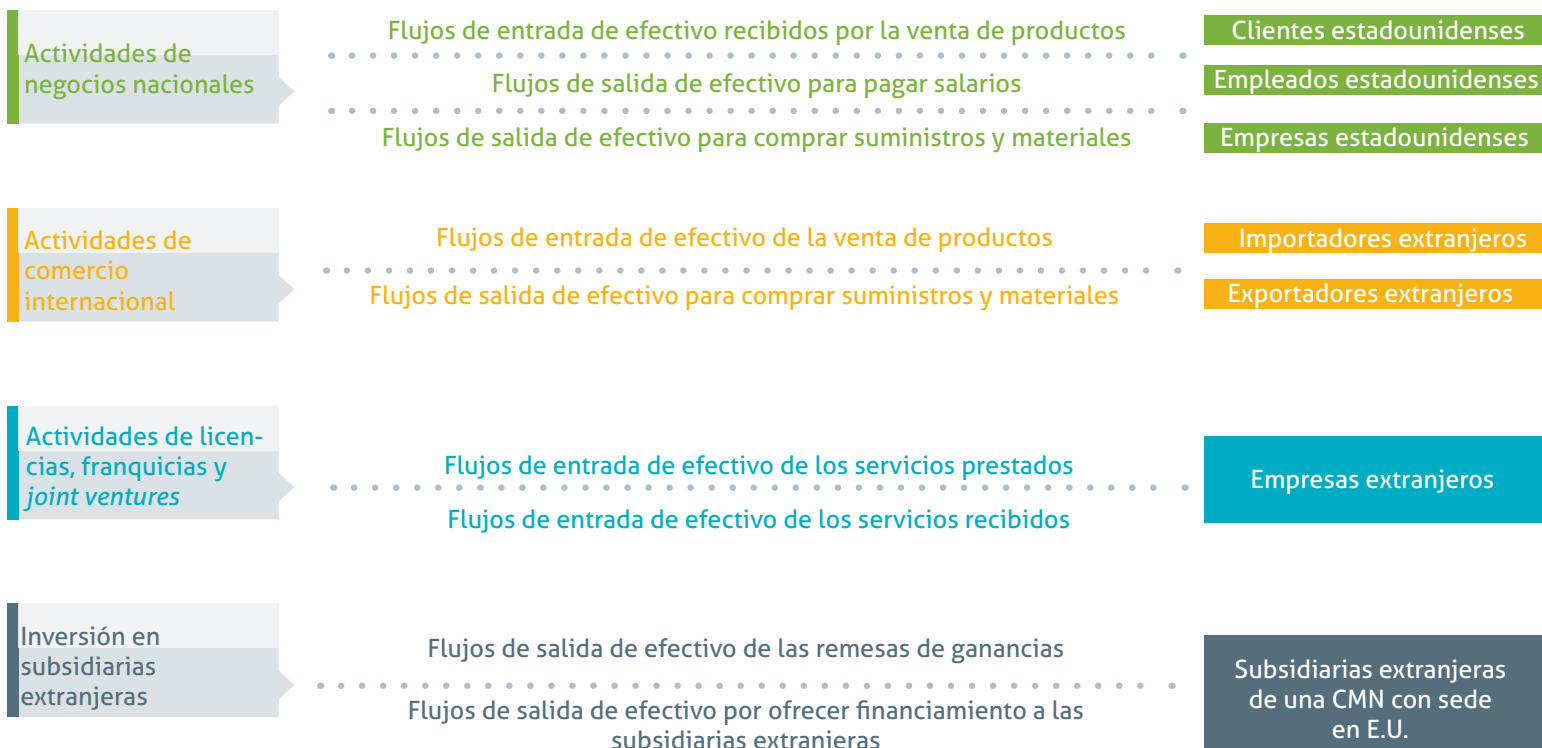


Figura 1. Flujos de efectivo o de caja de las EM

Fuente: Capítulo 1: Panorama de la Administración Financiera Internacional. Del Libro Administración Financiera Internacional. Jeff Madura.

Los beneficios de la diversificación internacional permiten que las empresas multinacionales seleccionen proyectos en el extranjero para reducir el riesgo general de una empresa, en el cual los análisis de la diversificación en los proyectos internacionales se hacen de la siguiente manera:

- Comparación de portafolios: esta se hace por medio de los mercados eficientes en el cual a lo largo de los portafolios eficientes de proyectos no se puede señalar uno como óptimo, ya que se debe a la disponibilidad de aceptar un riesgo por parte de las EM es variable; es decir si la EM es conservadora tiene la opción de un portafolio con un riesgo bajo.
- Comparación de frontera entre una EM, se refiere a que los portafolios eficientes de proyectos depende del negocio en el que participa la empresa.
- Las EM pueden lograr características de rendimiento de riesgo más deseables de sus portafolios de proyectos si diversifican lo suficiente entre productos y mercados geográficos.
- La diversificación entre países se refleja en las expectativas de las oportunidades de negocios y crecimiento económico que les brinda el mercado accionario de un país.

### **Revisión de flujos de caja de la compañía multinacional**

La administración del flujo de caja de una EM es compleja porque poseen subsidiarias en el extranjero y cada una de ellas debe tener un capital adecuado para respaldar sus operaciones, lo que hace que la matriz de una EM sea consciente de la situación financiera en cada subsidiaria, ésta podrá transferir dicho capital de una subsidiaria a otra para resolver las deficiencias temporales en cualquiera de ellas.

### **Gastos**

Los gastos de la subsidiaria inician con un flujo de salida de pagos para adquirir materia prima o suministros. Una subsidiaria puede presentar problemas al pronosticar el flujo de salida de pagos futuro si sus adquisiciones son internacionales más que locales por las fluctuaciones en el tipo de cambio ya que existe una posibilidad de que los pagos sean sustanciales, a causa de la apreciación de la divisa de la factura; por consiguiente, la empresa querrá mantener un gran inventario de suministros y materias primas para retirar de su inventario y reducir las adquisiciones si se aprecia la divisa de la factura.

También existe la posibilidad de que los bienes importados de otro país podrían estar restringidos por el gobierno anfitrión y en este caso un inventario más grande le da más tiempo a la empresa para buscar fuentes alternas de suministros o de materias primas.

### **Ingresos**

Cuando las subsidiarias exportan productos, el volumen de ventas es más volátil que cuando se venden en el mercado local; generado por la fluctuación del tipo de cambio de la divisa de la factura, como consecuencia la demanda de los importadores por los bienes terminados disminuye, si se aprecia la divisa de la factura. Si los bienes fueran vendidos en el mercado local, las fluctuaciones del tipo de cambio no tendría impacto en las ventas, pero si un impacto indirecto en los precios pagados por los clientes locales por las importaciones de competidores extranjeros.

### **Pago de dividendos**

Cada subsidiaria envía a la casa matriz de manera periódica los pagos de dividendos y otras cuotas como las regalías o cargos por

los costos indirectos incurridos por la matriz, por ejemplo el costo de la investigación y desarrollo, que permite mejorar la calidad de los productos fabricados por la subsidiaria.

El nivel de los dividendos pagados por las subsidiarias a la matriz depende de las necesidades de liquidez de cada una de ellas, usos potenciales de los fondos en varias locaciones de las subsidiarias, los movimientos esperados en las divisas de las subsidiarias y las regulaciones del gobierno del país anfitrión.

### **Administración de la liquidez**

La subsidiaria utiliza la administración de la liquidez para invertir su exceso de efectivo o para pedir prestado y cubrir sus deficiencias; en ocasiones invertir en moneda extranjera puede ser atractivo, pero el riesgo cambiario hace que el rendimiento efectivo sea incierto. Las subsidiarias tienen acceso a diversas líneas de crédito y disponibilidad de sobregiros no cubiertos en varias divisas, mientras que la liquidez si es importante para la EM gracias al efectivo disponible.

### **Administración centralizada del efectivo**

Para las EM con subsidiarias en el extranjero, la administración del efectivo es complicado, ya que cada subsidiaria puede carecer de efectivo en algunas divisas y tener exceso en otras; en donde cada subsidiaria se enfoca en la administración de sus posiciones de efectivo. A nivel general las EM utilizan administración centralizada del efectivo para monitorear y administrar los flujos de efectivo de la matriz-subsidiaria y entre subsidiarias, porque beneficia a cada subsidiaria en su necesidad de fondos o sobreexponerlas al riesgo cambiario.

La figura 2 es un diagrama de flujo para una EM con dos subsidiarias en diferentes países, en el cual se basa en supuestos:

- Subsidiarias envían periódicamente los pagos de préstamos y dividendos a la empresa matriz o envían el exceso de los mismos a la matriz.
- Los flujos de efectivo representan los flujos de entrada de efectivo a la matriz por parte de las subsidiarias.
- Los flujos de salida de efectivo de la matriz a las subsidiarias pueden incluir préstamos y la devolución de efectivo invertida con anterioridad por las subsidiarias.

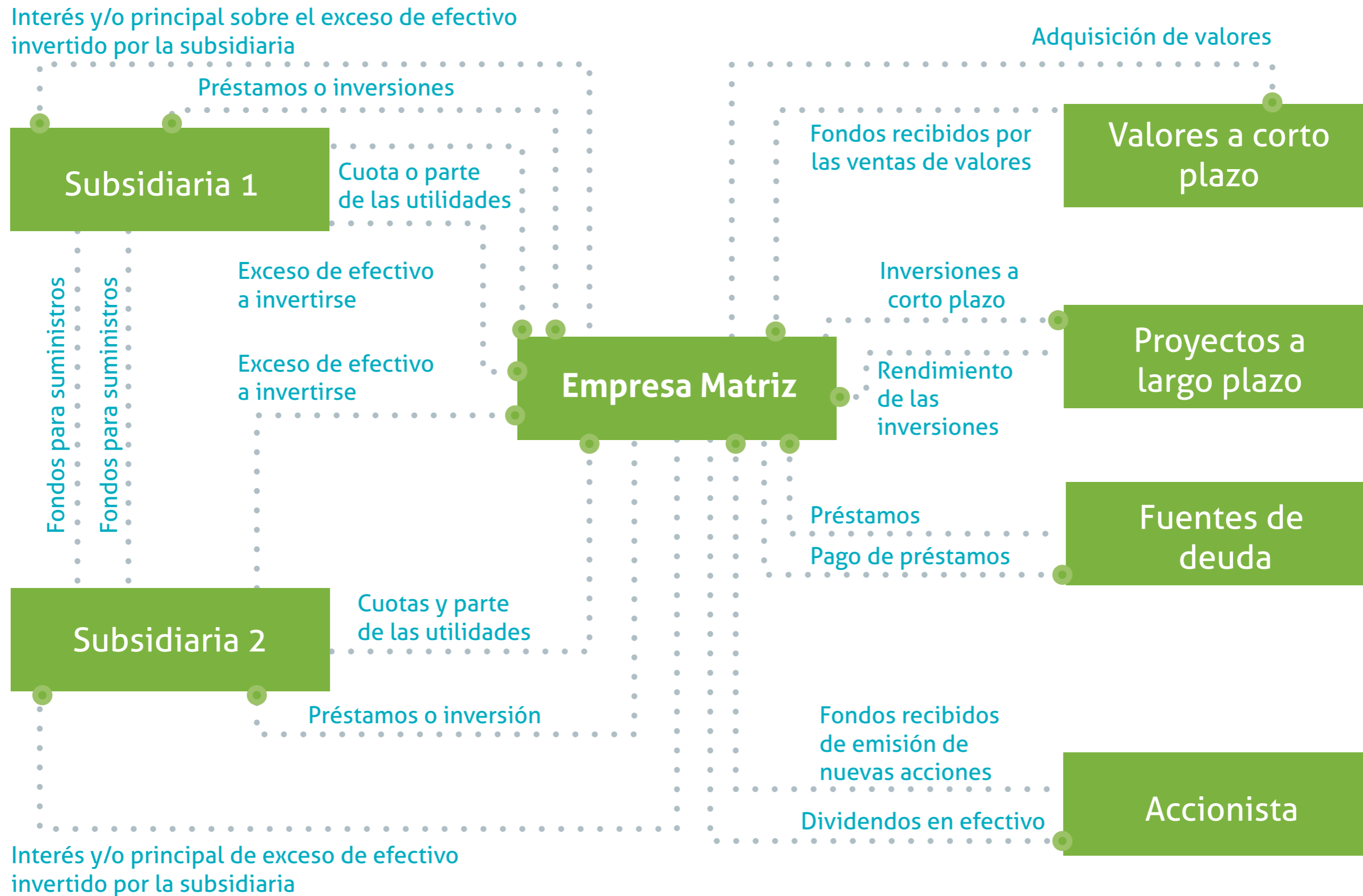


Figura 2. Flujo de efectivo de una EM  
Fuente: Capítulo 21: Administración Internacional del Efectivo. Del Libro Administración Financiera Internacional. Jeff Madura.



La administración internacional del efectivo se divide en optimizar los movimientos del flujo de efectivo e invertir el exceso de éste. Y la división de administración centralizada del efectivo de una EM no se puede pronosticar exactamente por los eventos que afectarán el flujo de efectivo de una matriz-subsidiaria o entre subsidiarias, pero debe estar lista para:

- Impacto potencial adverso en los flujos de efectivo.
- Cómo evitar dicho impacto adverso.

Si la situación del flujo de efectivo entre la matriz y las subsidiarias da como resultado una reducción de efectivo en la matriz y las subsidiarias.

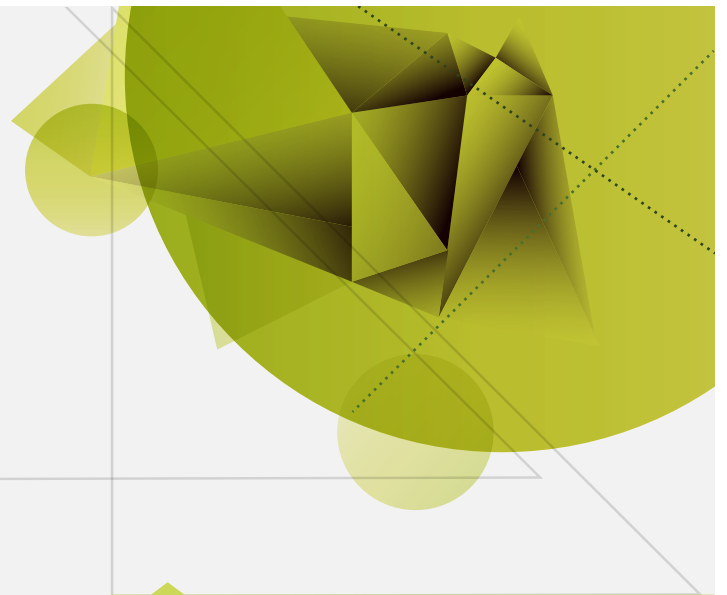




# 1

## Unidad 1

Modelos de  
valuación para una  
compañía  
multinacional



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

## Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que esta cartilla, pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre la gestión financiera en las empresas multinacionales, de manera que asimile y pueda aplicar a nivel empresarial las habilidades financieras, por lo tanto se identificará y analizará los modelos de evaluación para una compañía multinacional y el uso de los mercados financieros internacionales, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla los conceptos básicos de gestión financiera en las empresas multinacionales, identificando y comprendiendo los modelos de evaluación para una compañía multinacional y el uso de los mercados financieros internacionales, entonces es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad I denominada "Gestión financiera de empresas multinacionales", comprenda las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa.

## Modelos de valuación para una compañía multinacional

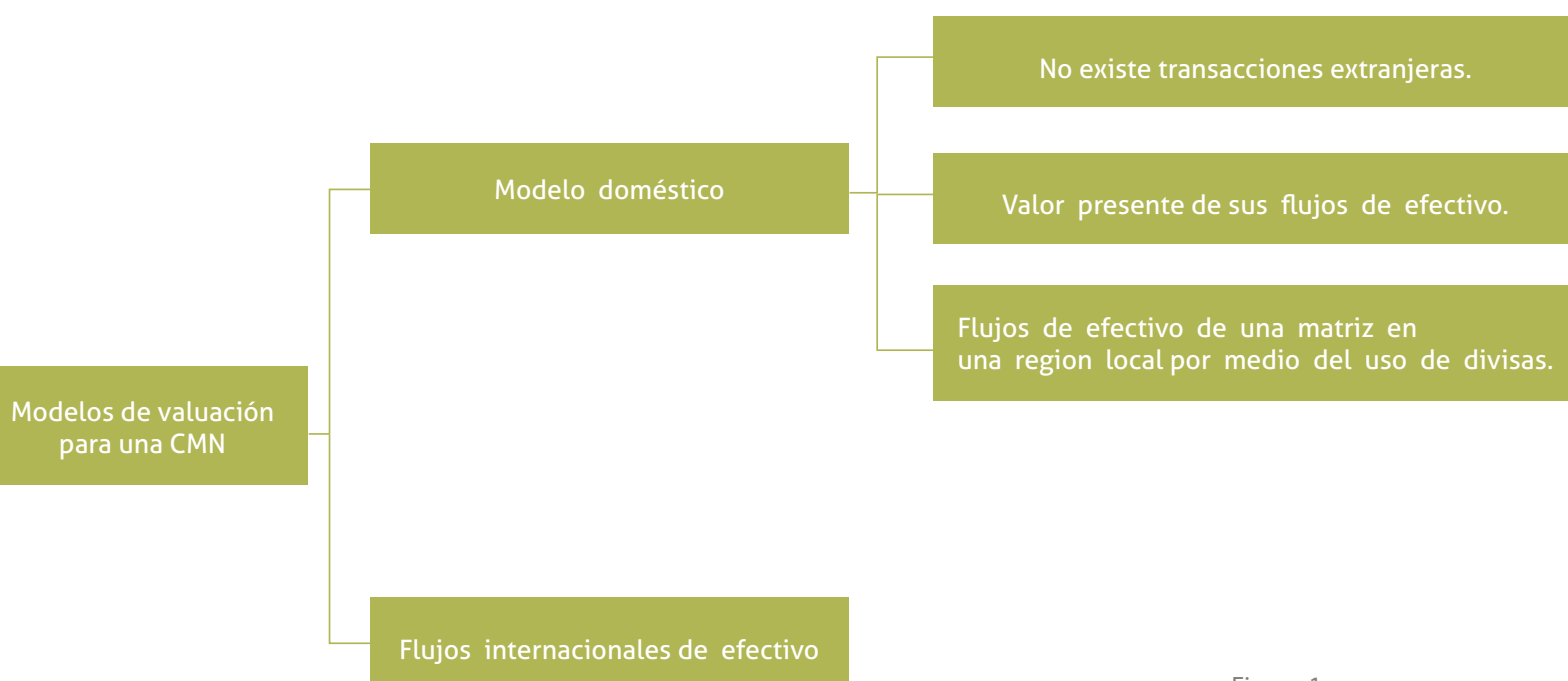


Figura 1  
Fuente: Propia.

Para los accionistas y deudores de una EM es importante la evaluación de la empresa, porque con esta los gerentes pueden tomar decisiones para incrementar o maximizar la riqueza de los accionistas, así que existen varios métodos para evaluar una EM y al mismo tiempo entender los factores claves que afectan el valor de la EM.

### Modelo doméstico o nacional

Cuando nos referimos a una empresa doméstica o nacional, es que no hay participación en las transacciones extranjeras, lo que nos permite considerar que el valor está especificado como el valor presente de sus flujos de efectivo esperados, donde la tasa de descuento utilizada refleja el promedio ponderado del costo de capital y representa la tasa de rendimiento requerida por los inversionistas.

$$V = \sum_{t=1}^n \left\{ \frac{E(FE_{\delta,t})}{(1+k)^t} \right\}$$

Donde  $E(FE_{\delta,t})$  representa los flujos de efectivo esperados que se recibirán al final del periodo  $t$ ,  $n$  representa el número de periodos en el futuro en los que se recibirán los flujos de efectivo y  $k$  es la tasa de rendimiento requerida por los inversionistas. Si por ejemplo, los flujos de efectivo en dólares en el periodo  $t$ , representan los fondos recibidos menos los fondos requeridos para pagar gastos, impuestos o reinversión por la empresa; los flujos de efectivo esperados se calculan con base en lo que se sabe acerca de diversos proyectos existentes, así como algunos que se implementarán en el futuro; entonces las decisiones de una empresa sobre cómo deben invertir sus fondos para expandir su negocio pueden afectar los flujos de efectivo esperados y a su vez el valor de la empresa.

La tasa de rendimiento requerida  $k$  en el denominador de la ecuación representa el costo de capital de la deuda como el accionario, en esencia es un promedio ponderado del costo de capital basado en todos los proyectos de la empresa. Para entender mejor, si por ejemplo la calificación crediticia de la empresa disminuye de repente, es probable que su costo de capital aumente, al igual que su tasa de rendimiento requerida; con todos los otros factores constantes, un incremento en dicha tasa de la empresa reducirá el valor de la misma porque, los flujos de efectivo esperados se tendrán que descontar a una tasa de interés mayor.

Por el contrario, una reducción en la tasa de rendimiento requerida aumentará el valor de la empresa porque los flujos de efectivo

esperados se descuentan a una menor tasa de rendimiento requerida.

### Valuación de los flujos de efectivo internacionales

Aquí se considera que los flujos de efectivo esperados que genera la empresa matriz de una EM con sede en el país local en el periodo  $t$ , pueden provenir de varios países y en diferentes monedas extranjeras. Por lo tanto, los flujos de efectivo esperados en dólares que se recibirán al final del periodo  $t$  son iguales a la suma de los productos de los flujos de efectivo denominados en cada divisa  $j$  por el tipo de cambio esperado, en la que la EM convertirá la divisa  $j$  en dólares al final del periodo  $t$ .

$$E(FE_{j,t}) = \sum_{j=1}^m [E(FE_{j,t}) \times E(S_{j,t})]$$

Donde  $FE_{j,t}$  representa la cantidad de flujo de efectivo denominado en una divisa en particular  $j$  al final del periodo  $t$  y  $S_{j,t}$  representa el tipo de cambio al que es posible convertir la divisa al final del periodo  $t$ .

### Valuación de una EM que utiliza dos divisas

Una EM que realiza negocios en dos divisas podría medir su flujo de efectivo esperado en cada una por el tipo de cambio esperado en el que esa divisa se puede convertir en dólares y luego sumar ambos resultados.

Es útil pensar en una EM como un portafolio de flujos de efectivo de divisas, uno para cada divisa en las que se realizan sus negocios, pero al mismo tiempo es posible combinar los flujos de efectivo esperados en la moneda local derivados de cada una

de esas divisas para determinar el total de los flujos de efectivo en la moneda local en cada periodo futuro.

Ejemplo una EM tiene flujos de efectivo esperados de 100.000 dólares de sus negocios locales y un millón de pesos colombianos en Colombia, al final del periodo t. Suponiendo que se espera que el valor del peso sea de 0,09 dólares, los flujos de efectivo esperados en dólares son:

$$E(FE_{j,t}) = \sum_{j=1}^m [E(FE_{j,t}) \times E(S_{j,t})]$$

$$= (100.000) + [1.000.000 \text{ pesos} \times (0.09)]$$

$$= (100.000) + (90.000)$$

$$= 190.000$$

Los flujos de efectivo de 100.000 dólares de sus negocios en Estados Unidos ya están denominados en dólares, no es necesario convertirlos.

### Valuación de una EM que utiliza varias divisas

Para esto es posible medir su valor determinando en el valor presente de los flujos de efectivo en la divisa de mayor peso, que es la suma de los flujos de efectivo descontados en la divisa de mayor peso esperados en todos los periodos futuros. La fórmula general para los flujos de efectivo en la divisa recibidos por una EM en un periodo en particular se puede expresar como:

$$E(FE_{j,t}) = \sum_{j=1}^m [E(FE_{j,t}) \times E(S_{j,t})]$$

Es posible diferenciar con mayor claridad el valor de una EM del valor de una empresa nacional sustituyendo la expresión:

$$[E(FE_{j,t}) \times E(S_{j,t})]$$

Con E(FE<sub>j,t</sub>) en el modelo de valuación sería:

$$V = \sum_{t=1}^m \left\{ \frac{\sum_{j=1}^m [E(FE_{j,t}) \times E(S_{j,t})]}{(1+k)^t} \right\}$$

Donde FE<sub>j,t</sub> representa el flujo de efectivo denominado en una divisa en particular y S<sub>j,t</sub> representa el tipo de cambio a la que la EM puede convertir la moneda extranjera al final del periodo t, lo que permite que el valor de una EM se debe ver afectada de manera favorable por las expectativas de un incremento en FE<sub>j,t</sub> o S<sub>j,t</sub> y solo se deben contar aquellos flujos de efectivo que la EM matriz deba recibir durante el periodo. Para evitar contarlos dos veces, los flujos de efectivo de las subsidiarias de la EM se consideran en el modelo de valuación solo cuando reflejan las transacciones con la matriz.

En el denominador del modelo de valuación para la EM permanece sin cambios con relación al modelo original para la empresa doméstica. En general el modelo de valuación muestra que el valor de una EM se puede ver afectado por fuerzas que influyen en la cantidad de sus flujos de efectivo con una divisa en particular (FE<sub>j,t</sub>), el tipo de cambio en la que se convierte la divisa a dólares (S<sub>j</sub>) o el promedio ponderado del costo de capital de la EM (k).

Los flujos de efectivo de una EM están sujetos a la incertidumbre debido a:

- Exposición a las condiciones económicas internacionales ya que la cantidad de consumo en cualquier país está influido por el ingreso de sus consumidores, entonces sí las condiciones económicas se debilitan, el ingreso de los consumidores se vuelve relativamente menor, lo que conduce a que las compras de productos por parte de estos se reduzcan y las ventas de una EM en ese país sean menores de las esperadas. Por eso los flujos de efectivo de la EM se reducen.
- Exposición al riesgo político internacional es conocido como riesgo país y en cualquier nación puede afectar el nivel de ventas de una EM. Existe el caso de que un gobierno extranjero puede aumentar los impuestos o imponer barreras a la subsidiaria de la EM, o los consumidores en un país extranjero pueden aislar a la EM si existe alguna fricción entre el gobierno de su país y el de origen de la empresa.

## Mercados financieros internacionales



Figura 2  
Fuente: Propia.



A partir de los años 30, se presentó un crecimiento de los negocios internacionales, lo que ha permitido el surgimiento de varios mercados financieros internacionales, en el cual los directores de las EM junto con el jefe de finanzas deben comprender los mercados financieros internacionales con el fin de aprovecharlos y facilitar sus transacciones comerciales internacionales. Así que es importante conocer el mercado cambiario, mercado internacional de dinero, mercado internacional de crédito, mercado internacional de bonos y de acciones.

### **Mercado cambiario**



Imagen 1

Fuente: <http://camaradecaracas.com/esto-dicen-los-expertos-sobre-un-nuevo-mercado-cambiario/>

Es orientado al intercambio de una moneda local por otra que es extranjera, en el cual los establecimientos de crédito como los bancos atienden este mercado almacenando existencias de cada divisa, para satisfacer las solicitudes de particulares o empresas. Para realizar el intercambio de monedas nacionales por extranjeras, es fundamental que haya un tipo de cambio que especifique

la tasa a la que una moneda puede cambiarse por otra.

El régimen usado para cambiar monedas evolucionó del patrón oro a un acuerdo sobre tipo de cambio fijos y un régimen de flotación.

*Patrón oro* fue utilizado entre el periodo 1876-1914, en el cual cada moneda se convertía en oro a una tasa específica, así el tipo de cambio entre dos monedas quedaba determinado por su convertibilidad relativa por onza de oro. Al iniciar la Primera Guerra Mundial en 1914, este sistema se suspendió, pero lo abandonaron como resultado del pánico financiero en Estados Unidos y Europa durante la Gran Depresión.

*Acuerdos sobre tipos de cambio fijos* en 1944 con el acuerdo en la Conferencia del Bretton Woods se impuso tipos de cambio fijos entre divisas, en el cual duró hasta 1971 ya que el dólar parecía sobrevaluado, la demanda extranjera de esa moneda era menor que la oferta de venta de dólares. Así que se llevó a cabo el Acuerdo Smithsoniano, el dólar se devaluó con relación a otras divisas importantes, el primer paso fue dejar que las fuerzas de la oferta y la demanda determinaran el precio apropiado de una moneda, aunque se trazaban límites para los tipos de cambio, las divisas se movían más libremente hasta los niveles adecuados.

*Régimen de flotación del tipo de cambio*, después del acuerdo Smithsoniano, los gobiernos presentaban dificultades para mantener los tipos de cambio, así que en 1973 se permitió que las monedas más negociadas fluctuaran de acuerdo con el libre juego de la oferta y la demanda y se eliminaron los límites oficiales.





Imagen 2

Fuente: <http://www.capital.com.pa/private-equity-y-venture-capital-ganan-terreno/>

### **Mercado internacional de dinero**

El mercado de dinero de cada país sirve para poder transferir fondos a corto plazo denominados en la moneda local de las unidades con superávit a las unidades con déficit, pero gracias al crecimiento de los negocios internacionales las empresas o gobiernos de un país requieran fondos a corto plazo en una moneda distinta de su moneda local por tres razones.

1. Necesitan préstamos para pagar importaciones en una moneda extranjera.
2. Adquirir una divisa en que la tasa de interés sea menor.
3. Puede pensar en tomar un préstamo en una divisa que se depreciará con relación a la moneda local, pues ya que pagaría el préstamo con un tipo de cambio más favorable y el costo efectivo de tomar un préstamo sería menor que la tasa de interés de esa divisa.

Igualmente empresas e instituciones de inversión que tienen motivos para invertir en moneda extranjera y no en la moneda local y son:

1. La tasa de interés que recibirán por su inversión en su moneda es quizás menor de lo que ganarían por inversiones a corto plazo denominadas en otra moneda.

2. Tal vez contemplan invertir en una moneda extranjera que se vaya a reevaluar respecto a su moneda, porque serían capaces de convertir tal moneda en la suya propia con un tipo de cambio más favorable al final del periodo de la inversión. Así el rendimiento efectivo sobre su inversión sería mayor que la tasa de interés de la moneda extranjera.

*Mercado de dinero europeo* surgió en la década de los sesenta y setenta ya que con la expansión de EM estadounidenses, estas depositaban sus dólares en bancos europeos, para comerciar sus bienes y servicios; estas transacciones se empezaron a llamar eurodólares, por el mercado de divisas eurodivisas.

El crecimiento del mercado de eurodivisas fue estimulado por cambios en las regulaciones estadounidenses. Ejemplo, cuando en 1968 Estados Unidos limitó los préstamos al exterior realizados por bancos de ese país, las sucursales extranjeras de EM estadounidenses podían conseguir dólares en bancos de Europa por medio del mercado de eurodivisas. Así mismo, cuando se impusieron topes a las tasas de interés pagadas sobre los depósitos en dólares en Estados Unidos, las EM transfirieron sus fondos a bancos europeos, donde no estaban sometidos a dichos topes.

La Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) también contribuyó al crecimiento del mercado de eurodivisas. Como en general la OPEP pide el pago del petróleo en dólares, los países miembros recurrieron al mercado de eurodivisas para depositar una parte de sus ingresos petroleros. Estos depósitos designados en dólares se denominaron petrodólares.

*Mercado de dinero asiático* se conoció primero como mercado asiático de dólares para satisfacer las necesidades de empresas que usaban dólares como medio de intercambio para el comercio internacional, en el cual las empresas no podían acudir a bancos de Europa por la distancia y las zonas horarias. Actualmente este mercado de dinero está centrado en Hong Kong y Singapur, donde grandes bancos aceptan depósitos y hacen préstamos sobre varias monedas extranjeras.

Las regulaciones contribuyeron al desarrollo del mercado internacional de dinero porque impusieron restricciones a algunos mercados locales, lo que solucionó a los inversionistas y prestatarios locales a evitar las restricciones de los mercados locales. Las diferencias de normas entre los países confirieron a ciertos bancos ventajas comparativas sobre los bancos de otras naciones son la Ley Europea Única y Acuerdo de Basilea I y Acuerdo de Basilea II.

*Ley Europea Única*, que empezó a entrar en vigor en 1992 en los países de la unión europea con respecto a la banca, se continúan con las siguientes disposiciones:

- El capital puede fluir libremente por toda Europa.
- Los bancos pueden ofrecer una amplia variedad de actividades de préstamos, arrendamientos y transacciones de valores en la Unión Europea.
- Las normas relativas a competencia, fusiones e impuestos son parecidas en toda la Unión Europea.
- Un banco establecido en cualquier país de la Unión Europea tiene el derecho de expandirse a los demás países de la región.

*Acuerdo de Basilea*, en diciembre de 1987, 12 importantes países industrializados trataron de resolver la disparidad proponiendo normas bancarias uniformes. En julio de 1988, en el Acuerdo de Basilea, los gobernadores de los bancos centrales de 12 países acordaron unos lineamientos estandarizados. Según estas normas, los bancos deben mantener capital igual a por lo menos 4 por ciento de sus activos. Para este fin, los activos de los bancos se califican según su riesgo. Esto da por resultado una proporción de capital requerido mayor para los activos más riesgosos. Los rubros no declarables también se contabilizan, para que los bancos no puedan eludir los requisitos de capital enfocándose en servicios que no se muestran de forma explícita como activos en el estado de resultados.

*Acuerdo de Basilea II*, trata de resolver estas diferencias incongruentes entre los bancos. Además, el acuerdo comprenderá los riesgos operativos, que el Comité de Basilea definió como el riesgo de pérdidas resultante de procesos o sistemas internos inadecuados o fallidos. El Comité de Basilea quiere estimular a los bancos para que mejoren sus técnicas de control de riesgo de operaciones, lo que reduciría las quiebras del sistema bancario, igualmente planea pedir a los bancos que proporcionen más información a accionistas actuales y potenciales sobre su exposición a diversos riesgos.

### **Mercado internacional de crédito**



Imagen 3

Fuente: <http://www.financebusinessworldwide.com/2012/04/riesgos-del-comercio-internacional.html>

A veces las EM y las empresas nacionales obtienen fondos a mediano plazo por medio de instituciones financieras locales o mediante la emisión de valores en sus mercados locales. Además, las EM tienen acceso a fondos a mediano plazo a través de bancos situados en mercados extranjeros. Los préstamos de un año, o más, otorgados por los bancos a las CMN o dependencias gubernamentales en Europa se llaman euro créditos o préstamos en euro créditos, pueden denominarse en dólares o en muchas otras divisas y, por lo común, se vencen a cinco años.

Como los bancos aceptan depósitos a corto plazo y a veces dan préstamos a largo plazo, los vencimientos de sus activos y pasivos no coinciden, lo que puede tener un efecto adverso en el desempeño del banco durante periodos en que aumenten las tasas de interés, puesto que el banco puede tener una tasa congelada sobre sus préstamos a largo plazo, mientras que la tasa que paga por los depósitos a corto plazo aumenta con el tiempo. Para evitar este riesgo, los bancos hacen préstamos de tasa flotante. La tasa oscila con base en el movimiento de cierta tasa de interés del mercado, como la tasa de oferta interbancaria de Londres (LIBOR), que es la tasa que se cobra comúnmente por préstamos entre bancos.

El mercado internacional de créditos está bien desarrollado en Asia y se desarrolla en Sudamérica. De forma periódica, una crisis económica afecta ciertas regiones, lo que acrecienta el riesgo crediticio. Las instituciones financieras reducen su participación en los mercados donde se incrementen los riesgos. Así, aunque en muchos mercados hay abundante financiamiento, los fondos se desplazan hacia los mercados en que las condiciones económicas son más fuertes y el riesgo es más tolerable.

### **Mercado internacional de bonos**



Imagen 4  
Fuente: <http://goo.gl/iSQI2>



Las EM pueden optar por emitir bonos en los mercados internacionales de bonos por tres razones:

1. Los emisores entienden que podrían atraer más demanda si emiten sus bonos en cierto país en lugar del suyo. Algunos países tienen una base de inversionistas limitada, así que las CMN de esos países buscan financiamiento en otra parte.
2. Las EM pueden preferir que el financiamiento de un proyecto en el extranjero sea en determinada moneda y, por consiguiente, tratarían de obtener fondos en donde más se use esta.
3. El financiamiento en una moneda extranjera con tasa de interés más baja permitiría a una EM reducir el costo de dicho financiamiento, aunque queda expuesta a un riesgo cambiario.

### Mercado internacional de acciones



Imagen 5

Fuente: <http://www.altag.net/mercados-financieros-expectantes-frente-a-deuda-venezolana/>

Las EM y nacionales obtienen financiamiento a largo plazo emitiendo acciones locales, pero las CMN también pueden atraer fondos de inversionistas extranjeros si emiten acciones en los mercados internacionales. La oferta de acciones se asimila más fácilmente si se emite en varios mercados. Además, la emisión de acciones en otro país refuerza la imagen de la empresa y su reconocimiento de marca.

La ubicación de las operaciones de las EM influye en la decisión sobre dónde colocar sus acciones, pues quieren un país en el que sea probable que se generen suficientes flujos de efectivo para cubrir los pagos de dividendos. Las acciones de algunas EM estadounidenses se intercambian en numerosas bolsas de valores del mundo, lo que da acceso a los inversionistas extranjeros a ciertas acciones de Estados Unidos. Así mismo, deben tener inscritas sus acciones en la bolsa de cualquier país en el que emitan acciones.

Los inversionistas de un país quieren comprar acciones solo si pueden venderlas con facilidad en el mercado secundario local. Las acciones se denominan en la moneda del país en el que se colocan. Por ejemplo, Coca-Cola emitió acciones para inversionistas de Alemania denominadas en euros. Los inversionistas alemanes pueden vender con facilidad sus acciones de Coca-Cola en el mercado secundario de Alemania.

2

## Unidad 2

Sistemas de  
fluctuación y tipos  
de cambio



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

## Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que en esta cartilla, se pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre los Tipos de Cambio, Riesgo Moneda y de Cobertura, de manera que asimile y los pueda aplicar a nivel empresarial las habilidades financieras, por lo tanto se identificará y analizará los tipos de cambio que enfrenta una compañía multinacional, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla los conceptos básicos de gestión financiera en las empresas multinacionales, identificando y comprendiendo los modelos de evaluación para una compañía multinacional y el uso de los mercados financieros internacionales, entonces es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 2 denominada "Tipos de cambio, riesgo moneda y de cobertura", interiorice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa.



## Sistemas de fluctuación y tipos de cambio

Para hablar de los tipos de cambio, es necesario recordar que está basado por el mercado cambiario, tema que vimos en la semana anterior, en el cual se negocian monedas extranjeras o divisas, pero para una EM esta relación de intercambio las operan por medios de bancos, en el que se reflejan la cantidad de entradas de flujos de efectivo que se reciben por las exportaciones o de una subsidiaria, igualmente la cantidad de salidas de flujos de efectivo para pagar las importaciones. Por lo tanto un tipo de cambio mide la relación de intercambio de una divisa en unidades de otra moneda, porque permiten comparar los precios de los bienes y servicios producidos en diferentes países. Es decir si se conoce la tasa de cambio entre las monedas de dos países, se designa tasa de cambio nominal. Las variaciones de las tasas de cambio reciben el nombre de depreciaciones o apreciaciones.

- Una depreciación del dólar respecto al peso es una caída del precio del dólar expresado en pesos. Por ejemplo, una variación en la tasa de cambio de 2.377 pesos por dólar a 2.000 pesos por dólar, supone una depreciación del dólar con respecto al peso (o una apreciación del peso con

respecto al dólar). Este ejemplo muestra que considerando el resto de factores constantes, la depreciación de la moneda de un país abarata sus productos en el extranjero.

- Un incremento en el precio del dólar en términos de pesos, por ejemplo, de 2.377 pesos por dólar a 2.500 pesos por dólar, representa una apreciación del dólar con respecto al peso (o una depreciación del peso con respecto al dólar). En este caso, si se consideran el resto de factores constantes, la apreciación de la moneda de un país encarece sus productos en el extranjero.

Si se tiene en cuenta que la depreciación del dólar respecto al peso es al mismo tiempo una apreciación del peso frente al dólar, se llega a la conclusión de que cuando la moneda de un país se deprecia, sus exportaciones se abaratan y sus importaciones se encarecen. Una apreciación de la moneda local tiene el efecto de encarecer sus exportaciones y abaratar sus importaciones.

También cuando se comparan las tasas de una divisa en tiempos específicos, la tasa de cambio más reciente se denota como  $S$  y la tasa de cambio anterior se denota como  $S_{t-1}$ . Lo anterior se denomina cambio porcentual del valor de la moneda extranjera y para comprenderla mejor se puede ver en la siguiente fórmula:

$$\Delta \text{ porcentual del valor de la moneda extranjera} = \frac{S - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

Un cambio porcentual positivo indica que se apreció la moneda extranjera, mientras un cambio porcentual negativo señala que se deprecia. Algunas veces las monedas extranjeras se aprecian contra la moneda local, y otras divisas se deprecian con la moneda local.

Los movimientos de los tipos de cambio durante periodos más largos son volátiles, lo que conduce a que las EM revisen los movimientos diarios de las transacciones realizadas en el extranjero de cada año con los horizontes a corto y largo plazo.

#### **Demanda de una divisa**

Esta depende de la cantidad de unidades que requiera la EM y del precio que ofrece el mercado, una característica fundamental es que es descendente porque, cuando las empresas locales y consumidores sean estimuladas a comprar más productos extranjeros cuando el valor de la divisa sea menor, ya que se necesitarán menos dólares para obtener la cantidad deseada.

#### **Oferta de una divisa**

Hace referencia a la venta de monedas en el mercado de divisas y es la cantidad que se ofrece en el mercado cambiario para intercambiarse por monedas fuertes, es decir que corresponde a la tasa de cambio posible en un tiempo determinado, su característica fundamental es que es positiva porque, cuando el valor de la divisa es alto, es probable que los consumidores y empresas

adquieran más divisas para atesorar y así cambiarlos por monedas locales, sin embargo cuando el valor de la divisa baje, la oferta de venta disminuye.

La oferta y la demanda determinan la tasa de cambio nominal, que se considera como la tasa de equilibrio denominada tasa representativa del mercado, al mismo tiempo genera un impacto de la liquidez por la susceptibilidad del tipo de cambio para transacciones específicas y estas se ajustan con mayor facilidad cuando existen numerosos compradores y vendedores de la divisa. Por el contrario, si el mercado de la divisa no es líquida su tipo de cambio será sumamente susceptible a una transacción grande de compra o venta, y en el cual no habrá suficientes compradores ni vendedores para acomodar una transacción grande, lo que significa que debe cambiar el precio de la divisa para equilibrar de nuevo la oferta y demanda.

Se llega a la conclusión de que las divisas no liquidas tienden a mostrar movimientos de tipo de cambio más volátiles, ya que los precios de equilibrio de sus divisas se ajustan a cambios incluso menores en las condiciones de oferta y demanda.

#### **Factores que influyen en los tipos de cambio**

Los factores que influyen en los tipos de cambio se resumen en la siguiente ecuación:

$$e = f(\Delta INF, \Delta INT, \Delta INC, \Delta GC, \Delta EXP)$$

Donde:

e= cambio porcentual del tipo de cambio

$\Delta INF$ = cambio en el diferencial entre la inflación del país local y la inflación del país extranjero.

$\Delta INT$ = cambio en el diferencial entre la tasa de interés nacional y la tasa de interés del país extranjero.

$\Delta INC$ = cambio en el diferencial entre el nivel de ingresos nacional y el nivel de ingresos del país extranjero.

$\Delta GC$  = cambio en los controles gubernamentales.

$\Delta EXP$ = cambio en las expectativas de tipos de cambio futuros.

Recordamos que *representa* el cambio porcentual y si es positivo indica que se apreció la moneda extranjera, mientras un cambio porcentual negativo señala que se deprecia.

### Tasas de inflación relativas

Los cambios en estas tasas afectan la actividad comercial internacional, porque afecta a las fuerzas del mercado de divisas y como consecuencia a los tipos de cambio. Si se toma el caso de que la inflación colombiana aumentara de manera significativa mientras la inflación estadounidense permanece igual, esta variación de la inflación nacional debería provocar un incremento en la demanda colombiana de productos estadounidenses, lo que también causaría un incremento en la demanda colombiana de dólares estadounidenses. Adicionalmente, la variación de la inflación colombiana reducirá el interés de los esta-

dounidenses por productos de Colombia, así la oferta de dólares en venta se reduce. Por el contrario, si aumenta la inflación estadounidense, se presentan las fuerzas opuestas.

Otro ejemplo, si se supone un incremento y significativo en la inflación estadounidense mientras la inflación colombiana desciende de qué forma afecta:

1. La demanda de dólares cae en el cual se consumirán los productos colombianos.
2. La oferta de dólares en venta, disminuye porque no se compraran dólares para importar productos.
3. El valor de los dólares, el valor de los dólares en pesos colombianos tiende a bajar.

### Tasas de interés relativas

Estas afectan a la inversión de valores extranjeros, que a su vez influyen en la oferta y demanda de divisas y a su vez a los tipos de cambio.

Por ejemplo, supongamos que aumentan las tasas de interés de Colombia mientras las estadounidenses se mantienen constantes, genera que lo más probable sea que los inversionistas colombianos reduzcan su demanda de dólares, ya que las tasas colombianas ahora son más atractivas con relación a las tasas estadounidenses y existe menor intención de realizar depósitos en bancos estadounidenses. Dado que las tasas de interés son más atractivas para los inversionistas estadounidenses con capital en exceso, la oferta de dólares en venta por parte de los inversionistas estadounidenses debería aumentar, ya que ellos establecen más depósitos bancarios en Colombia.

Debido a un cambio hacia dentro de la demanda de dólares y el cambio hacia fuera de su oferta en venta, debería disminuir el tipo de cambio de equilibrio.

En algunos casos, los cambios en la tasa de interés de un tercer país pueden influir en el tipo de cambio entre las monedas de dos países. Por ejemplo, si aumenta la tasa de interés de Canadá, esta puede convertirse más atractiva para los inversionistas estadounidenses que la tasa de interés colombiana. Esto induce a que los inversionistas estadounidenses compren menos títulos denominados en pesos. Así, la oferta de dólares que se van a cambiar por pesos sería menor de lo que hubiera ocurrido sin el incremento en las tasas de interés canadienses, la cual ejerce una presión a la alza en el valor de los dólares frente al peso colombiano.

Durante 1999-2000, las tasas de interés europeas eran bajas en comparación con las estadounidenses, lo que ocasionó que los inversionistas europeos adquirieran títulos de deuda denominados en dólares, esta actividad dio como resultado una gran oferta de euros en el mercado de divisas y produjo una presión a la baja en el euro. Mientras que en los años 2002 y 2003, las tasas de interés estadounidenses descendieron en comparación con las europeas, entonces en consecuencia, hubo gran demanda estadounidense de euros para capitalizar sobre las tasas de interés más altas, las cuales ejercieron una presión a la alza en el euro.

### **Tasas de interés reales**

Cuando una tasa de interés es alta puede atraer flujos de entrada extranjera porque, se invierten en valores que ofrecen altos rendimientos, dicha tasa puede reflejar expectativas de una inflación alta. Dado que la inflación alta puede aplicar una presión a la baja en la moneda local, es posible que

algunos inversionistas extranjeros no tengan interés en invertir en valores denominados en tal moneda. Por lo tanto, conviene considerar la tasa de interés real, que ajusta la tasa de interés nominal con la inflación:

Tasa de interés real = Tasa de interés nominal - tasa de inflación.

La tasa de interés real se compara entre países para evaluar los movimientos cambiarios, porque combina las tasas de interés nominal y la inflación, que influyen en los tipos de cambio.

### **Niveles de ingresos relativos**

El ingreso puede afectar el volumen de la demanda de importaciones, puede influir en los tipos de cambio. Así que sí se supone que el nivel de ingreso en Colombia aumenta de manera sustancial mientras que el de Estados Unidos no cambia se obtendrán efectos:

1. La demanda programada de dólares disminuirá, como reflejo del aumento del ingreso en Colombia y, por lo tanto, el incremento de la demanda de bienes estadounidenses.
2. La oferta programada de dólares no cambia.
3. El tipo de cambio del dólar aumenta

### **Controles gubernamentales**

Los gobiernos de otros países pueden influir en el tipo de cambio de varias maneras:

1. Imponer barreras cambiarias.
2. Imponer barreras al comercio exterior.
3. Intervenir en la compra y venta en los mercados cambiarios.
4. Influir en las variables macroeconómicas como la inflación, tasa de interés y niveles de ingreso.

## **Expectativas**

Porque, los mercados reaccionan a cualquier noticia que pudiera tener un efecto futuro, es posible que las noticias de un alza potencial de la inflación en Estados Unidos motive que quienes se dedican a la compra y venta de divisas vendan dólares, anticipándose a una futura disminución de su valor. Esa respuesta ejerce una presión a la baja inmediata en el dólar y numerosos inversionistas institucionales adoptan posiciones monetarias basadas en los movimientos anticipados de las tasas de interés de diversos países.

### **Impacto de las señales sobre la especulación en divisas**

Esto hace referencia a la especulación diaria sobre futuros movimientos del tipo de cambio, con base en señales de las futuras tasas de interés, futuras condiciones económicas que pueden ajustar con rapidez y provocar patrones inciertos en los tipos de cambio. Es normal que el dólar se fortalezca en un día y al día siguiente se debilite, estos hechos ocurren cuando los especuladores exageran su reacción a las noticias de un día, lo que resulta en una corrección al día siguiente. Las reacciones exageradas se deben a que los especuladores adoptan una posición basada en las señales de futuras acciones y dichas señales pueden ser confusas.

Cuando los especuladores actúan sobre las divisas en mercados emergentes, pueden tener un impacto sustancial en los tipos de cambio. Estos mercados tienen una menor cantidad de operaciones cambiarias por otros propósitos como el comercio internacional y, por tanto, son menos líquidos que los mercados grandes.

A continuación se muestra un resumen de cómo pueden afectar los factores a los tipos de cambio.

### Factores relacionados con el comercio

Diferencial de la inflación

Demanda estadounidense de productos extranjeros

Demanda extranjera de productos estadounidenses

Diferencial del ingreso

Restricciones comerciales gubernamentales

Demanda estadounidense de la divisa

Oferta de la divisa en venta

Tipo de cambio entre una moneda extranjera y el dólar

### Factores financieros

Diferencial en las tasas de interés

Demanda estadounidense de valores extranjeros

Demanda extranjera de valores estadounidenses

Demanda estadounidense de la divisa

Oferta de la divisa en venta

Restricciones en el flujo de capital

Figura 1

Fuente: Capítulo 4: Determinación del Tipo de Cambio. Libro Administración Financiera Internacional Jeff Madura.

## Determinantes de la tasa de cambio nominal

Encontramos dos enfoques:

1. El enfoque tradicional basado en el Modelo de flujos Mundell- Fleming), en el cual la tasa de cambio nominal se ajusta para equilibrar la balanza de pagos. Así, cuando el producto aumenta, se elevan las importaciones, aumenta la demanda de divisas, y por consiguiente, se eleva la tasa de cambio. Incrementos en la tasa de interés ocasionan entradas de capitales (oferta de divisas) y, en consecuencia, aprecian la moneda local.
2. El enfoque de activos, la tasa de cambio se ajusta para equilibrar la demanda internacional por stocks de activos nacionales. Dentro de este enfoque existen varios modelos que se diferencian de acuerdo con los supuestos hechos sobre flexibilidad de precios en el corto plazo y el grado de sustitución entre activos domésticos y extranjeros.

### La tasa de cambio real

Es la relación del nivel de precios en el exterior (convertido a moneda local) y el nivel de precios nacional. La definición en el caso colombiano es:

$$e = Ex (P^*/P)$$

Donde,

*E*: Tasa de Cambio Real

*P\**: Índice de precios externo

*P*: Índice de precios interno

*E*: Tasa de cambio nominal

Ejemplo:

Suponga que la cesta de productos de referencia de E.U. cuesta 100 dólares (P<sub>us</sub> = 100 dólares por cesta de E.U.), que la cesta de Colombia cuesta 50 pesos (P<sub>col</sub> = 50 pesos por cesta col) y que la tasa de cambio nominal es de E pesos/dólar = 0.50 pesos por dólar. La tasa de cambio real del peso con respecto al dólar será:

$$e_{\text{pesos/dólar}} = (0.50 \text{ pesos / dólar}) \times (100 \text{ dólares / cesta de E.U.})$$

$$(50 \text{ pesos / cesta colombiana})$$

$$e_{\text{pesos/dólar}} = 1 \text{ cesta colombiana} / 1 \text{ cesta de E.U.}$$

Un aumento de la tasa de cambio real peso/dólar se denomina depreciación real del peso frente al dólar. La ecuación muestra este cambio como una disminución del poder adquisitivo del peso en E.U. con relación a su poder adquisitivo en Colombia. Esta variación del poder adquisitivo se produce porque, los precios en pesos de los productos de E.U. ( $E_{\text{peso/dólar}} \times P$  cesta de E.U.) aumentan en relación a los precios pesos de los productos colombianos.

En términos de este ejemplo, una depreciación del 10% no minal a una  $E_{\text{peso/dólar}} = 0.55$  pesos por dólar, hace que la tasa de cambio real aumente a 1.1 cestas de Colombia por 1 cesta de E.U., es decir, el peso se deprecia en términos reales un 10% con relación al dólar. Esta variación de  $e_{\text{pesos/dólar}}$  podría ser el resultado de un aumento de 10% de Precio de la cesta de E.U. o una disminución de 10% en el precio de la cesta colombiana. La depreciación real del peso frente al dólar significa que el poder adquisitivo del peso con relación a los bienes y servicios de E.U., disminuye en un 10% respecto de los bienes y servicios de Colombia.



## Sistemas de tipos de cambio

### Tipo de cambio fijo

Se trata de la responsabilidad que asume el gobierno al garantizar el valor de las monedas extranjeras con respecto a la moneda nacional y fija el plazo durante el cual estará vigente la tasa de cambio.

#### Ventajas:

- Fortalecer las negociaciones de tipo comercial y monetario con el resto del mundo.
- Al interior de las economías, no hay rivalidad entre tasa de interés y tasa de cambio, por lo tanto la estabilidad de precios puede mantenerse.
- Refleja que la economía es sólida.

#### Desventajas:

- Puede llevar a los gobiernos a caer en un proteccionismo ante el temor de desestabilizar la economía.
- En economías pequeñas muestra resultados en el corto y mediano plazo, pero en largo plazo se pueden deteriorar los términos de intercambio.

### Tipo de cambio flotante o reptante

Se considera como el sistema ideal para trasladar del sistema de tipo de cambio fijo al sistema de cambio flexible. Este sistema fue diseñado por Bundesbank, con el fin de llevar a una política económica unificada en los países de la Comisión Económica Europea, bajo el esquema de corredores o bandas cambiarias con un rango fijado por la autoridad monetaria que contenga piso y techo que limite la flotación de la tasa de cambio en el mercado.

#### Ventajas:

- Acceso de inversionistas extranjero al mercado de divisas.
- Crecimiento y expansión empresarial.
- Programación de la tasa de interés coordinada con la tasa de cambio.

#### Desventajas

- Se pierde la estabilidad de precios porque, la tasa de interés determina el nivel de precios (inflación).
- Los actores o participantes del mercado de divisas se convierten en rentistas por lo tanto, un país puede perder su capacidad productiva.

### Tipo de cambio flexible

En economías abiertas es considerado el ideal puesto que la oferta y demanda de divisas es la que determina la oportunidad para todos en el mercado de divisas. Es un sistema en el cual el mercado asume la responsabilidad por la cantidad de divisas que se negocian y el respaldado por el Gobierno.

#### Ventajas

- Las mismas que las del sistema flotante pero en el corto, mediano y largo plazo.

#### Desventajas

- Además de las del sistema flotante.
- El mercado se convierte en especulativo.
- El gobierno renuncia a controlar no solo la tasa de cambio sino también la tasa de interés y esto genera incertidumbre.

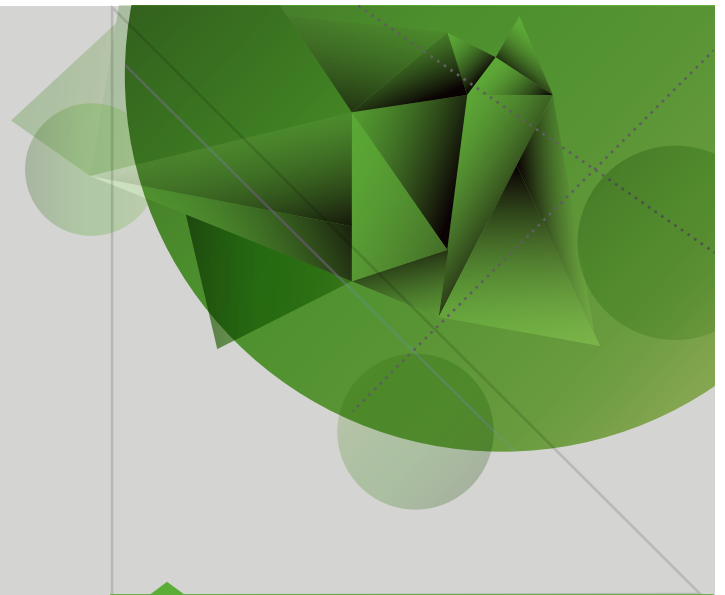




2

## Unidad 2

Riesgo exposición  
de moneda y de  
cobertura



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

## Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que esta cartilla, pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre los Riesgos de Moneda y de Cobertura, de manera que asimile y pueda aplicar a nivel empresarial las habilidades financieras, por lo tanto se identificarán y analizarán los tipos de cambio que enfrentan una compañía multinacional, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla los conceptos básicos de gestión financiera en las empresas multinacionales, identificando y comprendiendo los modelos de evaluación para una compañía multinacional y el uso de los mercados financieros internacionales, entonces es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 2 denominada “Tipos de Cambio, riesgo moneda y de cobertura”, realice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa.

### Riesgo exposición de moneda y de cobertura

A continuación se dan a conocer los diferentes tipos de mercado en los cuales una moneda o divisa queda expuesta según las transacciones que realizan las EM:

Mercado spot este tipo de transacción cambiaria es el cambio inmediato, en el cual cientos de bancos facilitan las transacciones, incluso Londres, Nueva York y Tokio son los tres mayores centros cambiarios, pero en sí casi todas las principales ciudades facilitan las transacciones cambiarias entre las EM de forma electrónica, y el tipo de cambio en el momento determina los fondos necesarios para la transacción.

Si el banco experimenta una escasez de cierta moneda extranjera, por medio del mercado intercambiario compra dicha moneda, así que los bancos obtienen cotizaciones o se ponen en contacto con corredores. Algunas EM acuden a un operador de divisas como mediador entre esta y el banco.

Un intermediario electrónico popular es Currenex que realiza diariamente transacciones cambiarias aproximadamente en promedio de 300 millones de dólares, entonces cuando una EM desea comprar una divisa, entra a la página y especifica su pedido.

Por consiguiente, Currenex remite el pedido a varios bancos afiliados al sistema que pueden hacer ofertas por este; para poder realizar esta consulta los bancos afiliados tienen un lapso muy breve para hacer una valoración en línea por la divisa que quiere el cliente, y después Currenex despliega las cotizaciones en una pantalla clasificada de mayor a menor. Igualmente la EM cuenta con un periodo de tiempo muy corto aproximadamente de 5 segundos para elegir uno de los precios y cerrar el trato.

Por ser transacciones internacionales, el uso del dólar en el mercado spot es aceptado como medio de cambio por comerciantes de varios países, cuya moneda local es débil o está sujeta a restricciones cambiarias. A su vez, las transacciones cambiarias se realizan durante las horas hábiles, pero este horario tiende a variar debido a las diferencias de zonas horarias.

Supongamos que el tipo de cambio spot cotizado de la libra esterlina fue de 3.750 pesos colombianos al cierre anterior del mercado cambiario londinense, pero que cuando abre al día siguiente, la tasa de apertura es de 3.500 pesos colombianos, las noticias ocurridas por la mañana, antes de que abriera el mercado londinense, podrían haber cambiado las condiciones de la oferta y la demanda, lo que reduciría el precio cotizado de la libra.

Para ello es necesario que existan equipos electrónicos conocidos como tableros electrónicos de intercambio en los que registran al instante las transacciones y revisan las posiciones de los bancos en varios divisas, incluso se han establecido mesas de intercambios nocturnos, con la finalidad de aprovechar los movimientos cambiarios de las noches y adecuarse a las solicitudes de divisas de las corporaciones.

Una característica de este mercado es que se describe en términos de liquidez, que refleja el nivel de las actividades de intercambio, ya que cuando existen más demandantes y oferentes, más líquido es el mercado, generándole un impacto a las EM para poderla obtener o venderla:

#### *Características de las transacciones cambiarias*

Cotización competitiva.

- Relaciones especiales con el banco, porque existen bancos que pueden ofrecer servicios de administración de efectivo.
- Velocidad de ejecución, ya que los bancos varían en cuanto a la eficiencia que manejan un pedido.
- Asesoría sobre las condiciones actuales del mercado, hace referencia a las evaluaciones económicas extranjeras y de las actividades importantes en los mercados financieros internacionales.
- Asesoría sobre pronósticos sobre el estado futuro de las economías del extranjero y el valor futuro de los tipos de cambio.

Para las cotizaciones cambiarias se tiene en cuenta:

*Interacción del mercado spot entre bancos:*

porque, el tipo de cambio entre dos divisas debe ser semejante entre los bancos que proveen servicios en el mercado cambiario.

*Diferencial de los bancos entre los tipos de compra y venta*, ya que la cotización de compra del banco de una divisa será menor que la cotización de venta, para permitir el cubrimiento de los costos de satisfacer las solicitudes de intercambio de divisas. Este diferencial se mide como porcentaje del tipo de cambio spot de la divisa.

$$\text{Diferencial} = \frac{\text{Tipo de venta} - \text{Tipo de compra}}{\text{Tipo de venta}}$$

Los factores que afectan el diferencial son:

- Costos de la orden de tramitación, incluidos compensación y registro de transacciones.
- Costos de existencias para mantener un inventario de cierta divisa en particular.
- Competencia, ya que cuando la competencia es más intensa, menor el diferencial cotizado por los intermediarios.
- Volumen porque, las divisas que son más líquidas tienen menos probabilidades de experimentar un cambio brusco de precio, mientras las que tienen un volumen comercial grande son más líquidas por la participación abundante de compradores y vendedores.
- Riesgo cambiario por la volatilidad de divisas que otras generada por las condiciones políticas o económicas que producen cambios fuertes en la oferta y demanda.

*Mercado forward* de divisas le permite a una EM congelar el tipo de cambio al que comprará o venderá una moneda.

Así que un contrato *forward* se establece el monto de una divisa que la EM tiene que comprar o vender en cierto momento futuro a un tipo de cambio preciso.

Mercado futuros de divisas tienen un parecido a los contratos *forward*, salvo que se venden en mercados cambiarios, por lo que un contrato de futuros de divisas especifica el volumen estándar de una divisa que se cambiará en una fecha establecida.

Mercado de opciones de divisas pueden clasificarse como call (opción de compra) o put (opción de venta). Por consiguiente, una opción call de divisas concede la facultad de adquirir una divisa específica a un precio específico en cierto periodo, con el objeto de cubrir las partidas por pagar a futuro, mientras que la opción put de divisas confiere la facultad de obtener una divisa a cierto precio en determinado tiempo y se usa para cubrir partidas futuras por cobrar.

### **Administración de la exposición de las transacciones**

Las empresas multinacionales se encuentran expuestas a las fluctuaciones de los tipos de cambio, afectando la liquidación de contratos, flujos de caja y valuación de la empresa, así que es importante conocer la exposición cambiaria de la empresa para que los administradores financieros puedan controlar y estabilizar los flujos de caja y mejorar el valor de esta.

#### **Existen tres tipos de exposición**

1. Exposición de transacción 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 in-

esperadas 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.

Existen distintas formas de cubrir la exposición de transacciones mediante distintos contratos financieros:

- Cobertura en el mercado de *forwards*, permite que la empresa pueda vender (comprar) las divisas que recibirá (pagará) anticipadamente para eliminar la exposición al riesgo cambiario.

Los siguientes ejemplos se tomaron del Libro Administración Financiera Internacional. Cheol S Eun.

#### **Ejemplo 1:**

Boeing 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.

- Cobertura en el mercado de dinero, hace referencia a que se puede cubrir al prestar dinero y a su vez tomarlo a préstamo en los mercados de dinero, nacional y exterior. Es decir una EM puede tomar a préstamo (prestar) dinero en una divisa extranjera para cubrir sus cuentas por cobrar (pagar) en divisas extranjeras, para confrontar así los activos y pasivos en la misma moneda.

#### Ejemplo 2:

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,  $\text{£}10 \text{ millones} / (1.09) = \text{£}9 \text{ 174 312}$ . 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.

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 reembolsar el préstamo de libras.

Paso 5: recibir el valor al vencimiento de la inversión de dólares; es decir,  $\$14 \text{ 600 918} = \$13 \text{ 761 468} (1.061)$  que están garantizados por el producto de la venta británica.

- Cobertura en el mercado de opciones se da cuando existe una posible falla de las coberturas en el mercado de forwards y en el de dinero, por lo que ocasiona que la EM debe dejar pasar la oportunidad de beneficiarse de los tipos de cambio favorables.

El siguiente ejemplo se tomó del Libro Administración Financiera Internacional. Cheol Eun.



### Ejemplo 3:

Se supone 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. 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 compra, 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 x 10 millones) por esa opción. Esta transacción otorga a Boeing el derecho, más 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 dóla-

res, 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 x 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:

$$\$14.387.800 = \$14.600.000 - \$212.200.$$

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.

- Cobertura en el mercado de swaps sirve cuando las empresas tienen que lidiar con las cuentas por pagar o por cobrar en términos de una divisa extranjera, en el cual se hace por un contrato para cambiar una moneda por otra a un tipo de cambio predeterminado, es decir, el swap en una secuencia de fechas futuras por presentar distintos vencimientos.

El siguiente ejemplo se tomó del Libro Administración Financiera Internacional. Cheol Eun.

#### Ejemplo 4:

Suponga que Boeing tiene que entregar un avión a British Airways al principio de cada uno de los próximos cinco años, a partir de 2015. 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.

2. Exposición económica se define como la medida en que el valor de la empresa se vería afectado por fluctuaciones inesperadas en los tipos de cambio. Toda fluctuación esperada en los tipos de cambio ya estará descontada y reflejada en el valor de la empresa.

Por ejemplo, suponemos que el dólar estadounidense se deprecia de manera sustantiva ante el yen japonés, 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.

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. (Ver figura 1: Canales de la Exposición Económica).

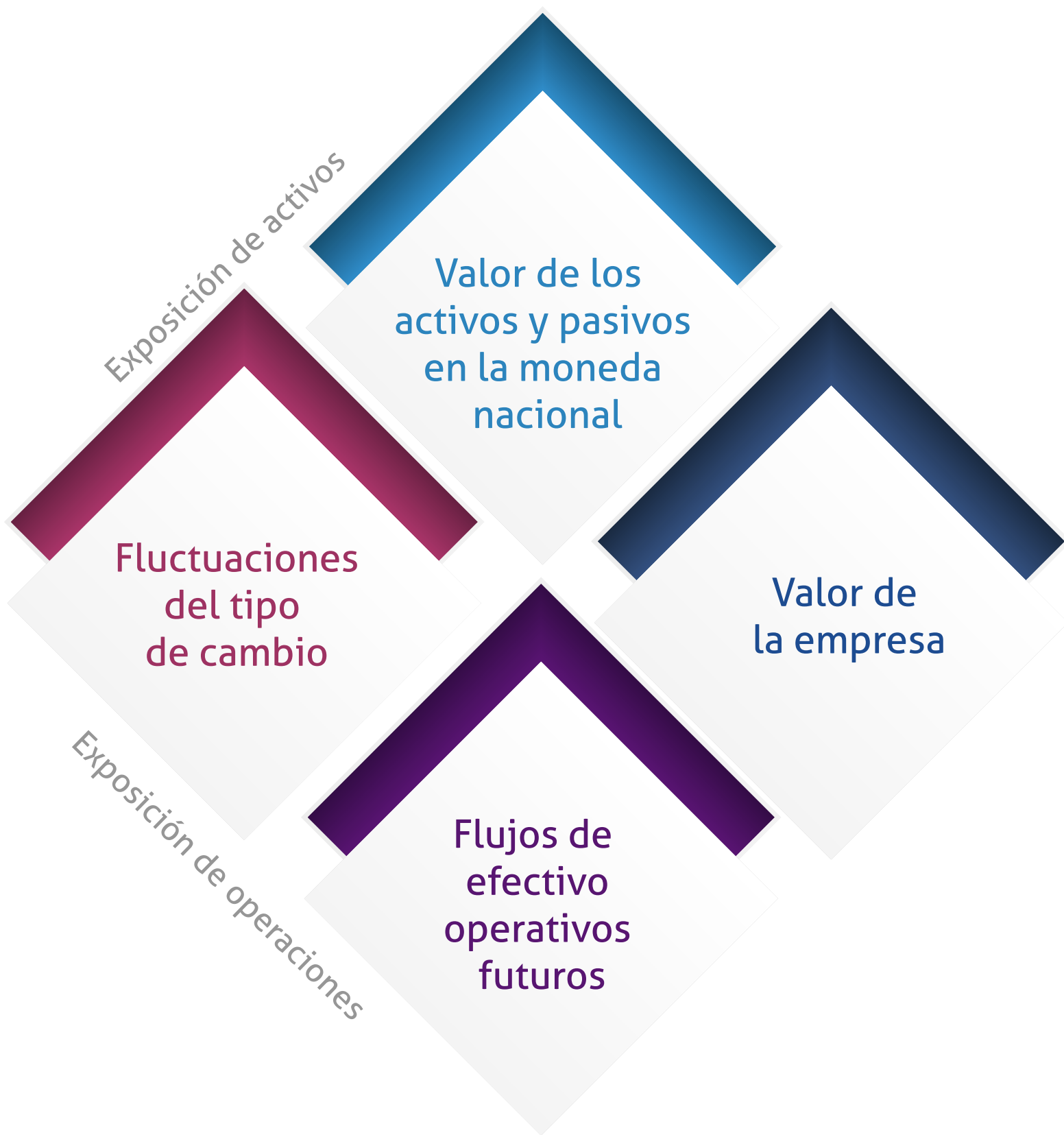


Figura 1. Canales de la exposición económica

Fuente: Capítulo 9: Exposición de las divisas y su administración. Libro Administración Financiera Internacional. Cheol S Eun. McGrawHill.

3. Exposición de conversión es la posibilidad de que los estados financieros consolidados de la compañía se vean afectados por las fluctuaciones de los tipos de cambio, es decir que la consolidación implica que los estados financieros de las subsidiarias se convertirán de las monedas locales a la moneda de la matriz. Es decir que el efecto de una variación inesperada en los tipos de cambio varía, 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.

Para ello se tiene en cuenta el método de conversión del tipo de cambio circulante/no circulante, en el cual 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.

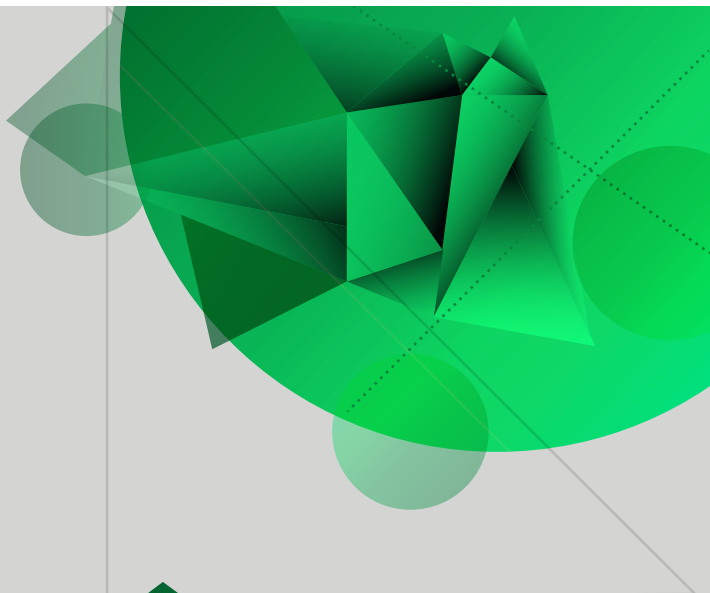
Con este método, la mayor parte de los rubros del estado de resultados se convertirán al tipo de cambio promedio para el periodo contable. No obstante, los rubros de los ingresos y los egresos

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.

# 3

## Unidad 3

Los flujos de  
comercio  
internacional



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

# Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que en esta cartilla, se pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre los flujos internacionales, balanza de pagos, acuerdos comerciales y factores que afectan a la inversión extranjera directa, de manera que asimile y los pueda aplicar a nivel empresarial las habilidades financieras, por lo tanto se identificará y analizará los tipos de cambio que enfrenta una compañía multinacional, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla los flujos internacionales registrados en la balanza de pagos, breve historia de los acuerdos comerciales y los factores que afectan a la inversión extranjera directa por lo tanto es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 3 denominada “Decisiones de inversión internacional, comercio internacional y pagos”, interiorice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa, para que permita afianzar sus conocimientos y habilidades en el tema logrando una mayor capacidad para la toma de decisiones.

## Los flujos de comercio internacional

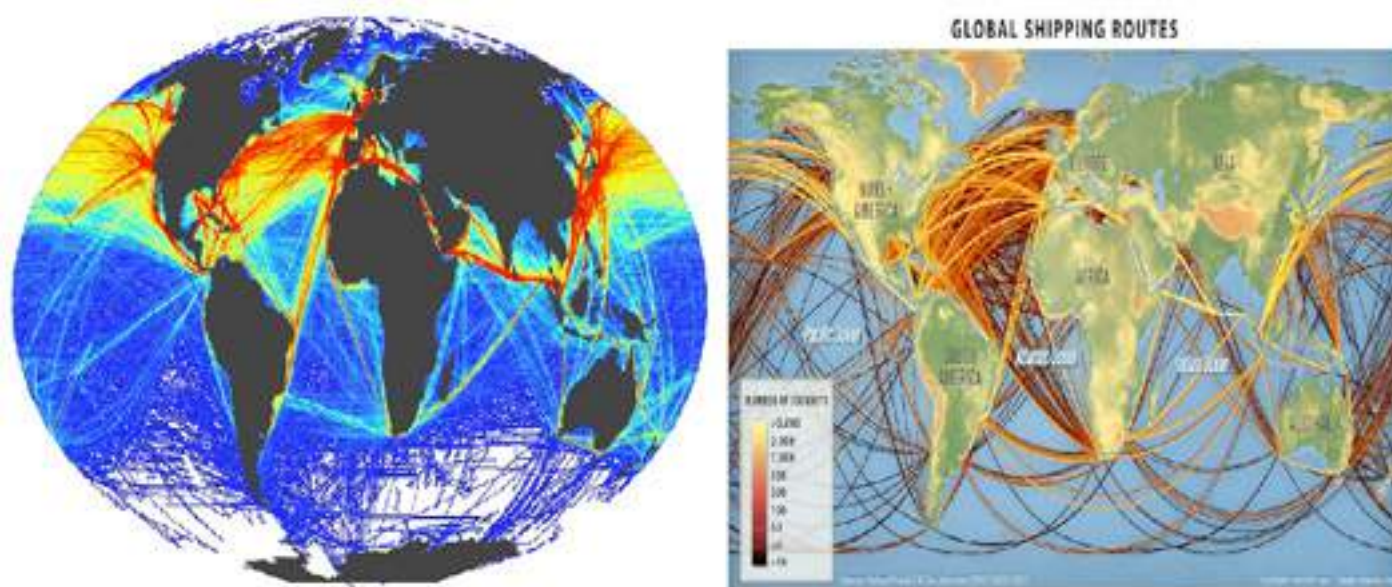


Imagen 1

Fuente: <http://gduquees.blogspot.com.co/2014/01/ferrocarril-interoceanico-verde-para.html>

En la economía mundial que se vive es imposible que una nación produzca todo lo que la población necesita o exige, ya que se necesita más eficiencia que los productores de otros países y sin el comercio internacional no se aprovecharían al máximo los recursos escasos, pero al mismo tiempo es más difícil y riesgoso que el nacional, debido a que el exportador puede no estar familiarizado con el comprador por la inestabilidad política, crediticia y legal.

Por consiguiente, para cada país es fundamental que compre y venda productos en proceso, maquinarias, bienes terminados y servicios a otros países, esta relación económica se hace por medio del uso del comercio internacional. Para esto es importante que el gobierno de cada país diseñe y ejecute políticas comerciales, pero lo más importante tener en cuenta los siguientes aspectos:



- ¿Quién comercia con quién? Para dar respuesta a esta pregunta, esto hace referencia al tamaño de la economía reflejado en el producto interno bruto, ya que este mide el valor total de todos los bienes y servicios producidos en una economía, así mismo se observa el volumen de sus importaciones y exportaciones.
- Obstáculos al comercio tales como la distancia, barreras y fronteras, ya que ocasionan una disminución del intercambio de bienes y servicios, generados por los mayores costos de transporte, por no estar sujetos a aranceles.
- El patrón cambiante del comercio, hace referencia al uso de Internet ya que, posibilita una comunicación instantánea y casi gratuita entre personas que están a miles de kilómetros de distancia.
- ¿Qué comerciamos? Porque, se va intercambiar un bien terminado por un servicio, o un bien en proceso para fabricar un bien terminado, o se intercambiará un insumo o máquina. Es decir, las exportaciones de servicios incluyen las tarifas tradicionales del transporte, cobradas por las compañías aéreas y las empresas de distribución, las primas de seguros recibidas de los extranjeros, y el gasto de los turistas extranjeros. En los últimos años, hay un comercio de nuevos tipos de servicios, posibilitado por las modernas telecomunicaciones, que han atraído una gran atención de los medios de comunicación. El ejemplo más famoso es la proliferación de los centros de atención telefónica en el extranjero: si llama a algún número de teléfono gratuito en busca de información o ayuda técnica, la persona al otro lado de la línea puede estar en un país lejano. Hasta ahora, estas exóticas nuevas formas de comercio siguen siendo una parte relativamente pequeña del cuadro general del comercio, pero podría cambiar en los próximos años.
- La transformación que han presentado los países en desarrollo, por su incremento de exportaciones manufactureras por la implantación de las corporaciones multinacionales y contratación externa.
- La entrada de EM ha hecho que el comercio internacional y exterior de un país pequeño se incremente ya que entra inversión extranjera directa o tecnología, para que en países pequeños se puedan fabricar, así que se crean empresas subsidiarias o filiales o se emplea la contratación externa por especializarse en dichos bienes.
- Transacción representativa del comercio internacional, esta se refiere cuando un fabricante impone restricciones al importador como pagar en efectivo y anticipado, ya que no conoce su solvencia. También cuando el importador impone condiciones al fabricante como recibir las unidades en consignación. Entonces para estas transacciones es importante el uso de una carta de crédito como 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 a lo estipulado.
- Igualmente existen las cartas a plazo y el conocimiento de embarque, porque la primera 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, mientras que el segundo es un documento que emite el transportista donde especifica que recibió los productos.



- Descuento de pagarés a mediano plazo, este es un tipo de financiamiento comercial, en 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.
- Asistencia gubernamental a las exportaciones, significa que 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.
- El contracomercio internacional gana terreno como instrumento para efectuar transacciones comerciales a nivel mundial, existe el dinero y el trueque, pero se utiliza la moneda como aceptación de cambio y en ellos el vendedor entrega al comprador productos o servicios a cambio de una promesa recíproca de que la otra parte se los compara.

## Balanza de pagos



Figura 1

Fuente: <http://www.virtual.unal.edu.co/cursos/sedes/manizales/4010043/lecciones/13comercinternac.htm>

Es un registro estadístico que utilizan los economistas para contabilizar las transacciones entre los residentes nacionales y extranjeros de un país durante un periodo determinado trimestral o anual, es decir, que la balanza de pagos tiene en cuenta las transacciones realizadas por empresas, individuos y el gobierno.

Se divide en cuenta corriente, cuenta capital y reservas internacionales.

Cuenta corriente: registra los pagos de entrada y salida de 1: mercancías (bienes y servicios), 2: factor ingresos y 3: transferencias.

1. Pagos de mercancías y servicios: se refiere a que las exportaciones e importaciones de mercancía representan productos tangibles, que circulan entre países, mientras que las exportaciones e importaciones de servicios representan el turismo, prestaciones legales, seguros y de asesoría dirigidos a clientes que viven en otro país. Así que, las exportaciones de servicios generan flujo de entrada de fondos a un país, mientras que las importaciones dan como resultado un flujo de salida de fondos a un país.

La diferencia total entre exportaciones e importaciones se conoce como balanza comercial:

Balanza comercial: exportaciones- importaciones

Esa diferencia o saldo muestra favorabilidad o desfavorabilidad. Un déficit significa que el valor de las mercancías y los servicios exportados es menor que el valor de las mercancías y los servicios importados por ese país, significa que la balanza comercial es negativa. Mientras que un superávit significa que el valor de las mercancías y los servicios expor-

tados es mayor que el valor de las mercancías y los servicios importados por ese país, en el cual la balanza comercial es positiva.

2. Pagos de factor ingreso: representa el ingreso de pagos de intereses y dividendos recibido por los inversionistas sobre las inversiones en el extranjero en activos financieros. El factor ingreso que reciben los inversionistas es un flujo de entrada de fondos de ese país y el factor ingreso pagado por los inversionistas reflejan un salida de fondos.
3. Pago de factor ingreso hace referencia al pago de transferencias, que representan ayudas y donaciones de un país a otro.

Cuenta de capital: se refiere al valor de

### La cuenta de capital

$$\text{Saldo Balanza cuenta de capital} = \text{Ingresos venta de activos en el extranjero} - \text{Gastos en compra activos extranjero}$$

Figura 2

Fuente: Adaptado de <http://es.slideshare.net/jriviere/balanza-de-pagos-9152794>

los activos financieros transferidos más allá de las fronteras por la gente que se muda a otro país, pero también incluye el valor de activos no financieros no producidos que se transfieren más allá de las fronteras como marcas registradas y patentes. La venta de derechos de propiedad intelectual por parte de una empresa a otra empresa refleja un abono para la cuenta de la balanza de pagos, mientras que la compra de derechos de una empresa a otra refleja un cargo para la cuenta de balanza de pagos.

Dentro de esta cuenta hay otra que se denomina cuenta financiera que son los pagos de la inversión extranjera directa, la inversión de portafolios y otras inversiones de capital.

1. Inversión extranjera directa: hace referencia a la inversión en activos fijos en otros países, la cual se utiliza para realizar operaciones de negocios ejemplo la adquisición de una empresa extranjera por parte de una asociación, construcción de una nueva planta o expansión de una nueva planta.
2. Inversión de portafolio: refleja las transacciones que comprenden activos financieros a largo plazo como acciones, bonos, en el cual no afectan la transferencia del control en las empresas.
3. Otras inversiones de capital: representan las transacciones que comprenden activos financieros a corto plazo como títulos del mercado de dinero entre países, es decir que miden el flujo neto de fondos debido a las transacciones de activos financieros entre inversionistas individuales o institucionales.

Reservas internacionales: son transacciones de capital referente a la compra y venta de reservas oficiales por parte de los bancos centrales. Es decir, las reservas oficiales internacionales son activos del exterior en manos de los bancos centrales, que se utilizan para mitigar las crisis económicas internas.

Anteriormente las reservas eran principalmente oro, pero actualmente son los activos del exterior denominados como Letras del Tesoro.



Imagen 2

Fuente: <http://www.monedasdevenezuela.net/articulos/reservas-internacionales-que-son-y-para-que-sirven/>

Los bancos centrales compran y venden reservas en los mercados de activos para modificar las condiciones macroeconómicas de sus economías, en el cual se denomina intervenciones oficiales en el mercado de divisas, con el fin de aumentar o disminuir la cantidad de dinero en circulación.

La compensación contable de la balanza de transacciones de reservas oficiales se denomina balanza de operaciones oficiales, pero es más conocida como balanza de pagos, porque es la suma de la cuenta corriente y la cuenta de capital.

Balanza de pagos (Reservas internacionales)= Cuenta Corriente + Cuenta de Capital.

## Los acuerdos comerciales



Imagen 3

Fuente: <http://blog.pucp.edu.pe/blog/jdoroteo/2014/05/01/acuerdos-comerciales-vigentes-en-el-per/>

Para realizar negociaciones internacionales, es fundamental el uso de la política comercial ya que son medidas, normas o leyes que se establecen en una negociación para permitir el intercambio de bienes y servicios entre países.

Las ventajas de la negociación son:

- Reducir los aranceles de mutuo acuerdo, ya que permite movilizar los productos y servicios al libre mercado.
- Los acuerdos negociados pueden ayudar a los Gobiernos a evitar guerras comerciales destructivas.

## La GATT y la OMC



### Historia de los acuerdos comerciales

Imagen 4

Fuente: <https://economiciw.wordpress.com/2014/09/01/gattomc/>

Definimos la política comercial como reducción arancelaria en el cual se ha llevado por muchos años de la siguiente manera:

1930: Estados Unidos aprobó la ley Smoot-Hawley Act, en el cual las tasas arancelarias aumentaron exageradamente y esto contribuyó a agravar la Gran Depresión. Pero más adelante se llegó a la conclusión de reducir los aranceles con el objeto de generar beneficio para los exportadores.

1934-1945: En la Segunda Guerra Mundial para llevar a cabo las reducciones arancelarias, se implementaron negociaciones bilaterales, en el cual ayudaron a recibir los derechos arancelarios de las importaciones de Estados Unidos. A finales de esta guerra, las negociaciones multilaterales iniciaron gracias al auspicio del Acuerdo General sobre Aranceles y Comercio GATT en el cual los países que participaban eran denominados partes contratantes y no miembros.

1995: se creó la Organización Mundial del Comercio, en el cual se continúan con las reglas y base lógica del GATT.



El planteamiento del GATT-OMC sobre el comercio es que es un instrumento diseñado para impulsar la economía mundial, por medio del libre comercio; este sistema es un proceso basado en el proceso de vinculación ya que, cuando un tipo arancelario es vinculante, el país que impone el arancel acepta que no lo va a elevar en el futuro. Aunque existe cierta maniobra en los aranceles vinculantes cuando el país puede aumentar un arancel sí obtiene la aprobación de los demás países lo que, implica que hay que ofrecer una compensación reduciendo otros aranceles.

Igualmente el sistema GATT-OMC intentaba evitar las intervenciones no arancelarias en el comercio, no se permiten los subsidios a la exportación, pero apadrina las cuotas a la importación existentes, en el cual se podrían convertir en aranceles para resolver perturbaciones del mercado.

Las cinco primeras rondas arancelarias del GATT adoptaron una forma de negociaciones bilaterales paralelas, en las que cada país negociaba de uno a uno con una serie de países al mismo tiempo.

El sexto acuerdo comercial conocido como la Ronda Kennedy, finalizó en 1967, el cual implicó una reducción del 50% de los aranceles de los principales países industrializados, pero en las negociaciones trataron sobre qué industrias quedaban exentas, más que sobre la magnitud del recorte para las industrias no sometidas a tratamiento especial. Al final con esta ronda se redujeron los aranceles en promedio aproximadamente el 35%.

En 1979 con la Ronda Tokio de negociaciones comerciales redujo más los aranceles, se establecieron nuevos códigos para con-

trolar la proliferación de barreras no arancelarias, tales como restricciones voluntarias a las exportaciones, y acuerdos de ordenación de mercado.

En 1994 con la Ronda de Uruguay se completó la octava ronda de negociaciones, en el cual las disposiciones fueron aprobadas por el Congreso de Estados Unidos:

- **Liberalización comercial:** se redujeron todos los tipos de aranceles en todo el mundo, 40% de arancel impuesto para los países avanzados, el arancel medio cayó del 6.3 % al 3.9%. El acuerdo estipulaba que las exportaciones agrícolas vieran reducido el valor de los subsidios en un 36% y el volumen de las exportaciones subsidiadas en un 21%; así mismo se eliminaron las restricciones cuantitativas sobre el comercio en textiles y confecciones.
- **Beneficios y costos:** los costes de la Ronda Uruguay serán experimentados por grupos concentrados, a menudo bien organizados, mientras que gran parte del beneficio llegará a amplias y difusas poblaciones. El progreso en la agricultura perjudicará directamente a las pequeñas pero influyentes poblaciones de agricultores de la Unión Europea, Japón y otros países en los que los precios agrícolas están muy por encima de los precios mundiales. Estas pérdidas deberían ser mucho más que compensadas por ganancias de los consumidores y contribuyentes en esos países, pero debido a que esos beneficios estarán ampliamente distribuidos, pueden notarse poco. De manera análoga, la liberalización del comercio en textiles y confección producirá algunos perjuicios concentrados para los trabajadores y empresas en esas

industrias, compensados por unas ganancias de los consumidores considerablemente más grandes, pero mucho menos visibles.

- **Acuerdos comerciales preferentes:** los aranceles aplicados a los productos procedentes de cada una de dichas naciones son menores que las tasas aplicadas a los mismos bienes procedentes de otros países. El GATT, en general, prohibía tales acuerdos pero hacía una excepción algo extraña: iba contra las reglas que el país A tuviera aranceles más bajos sobre las importaciones procedentes del país B que sobre las de C, pero era aceptable que los países B y C acordasen tener aranceles cero recíprocamente entre sí.

## Factores que afectan a la inversión extranjera directa

Ingresos percibidos por la demanda
Costos de producción
Motivos gerenciales
Barreras comerciales
Mercado imperfecto
Activos intangibles
Integración vertical

Figura 3  
Fuente: Propia.

Las empresas multinacionales (EM) aprovechan las oportunidades que se les presentan en otros países gracias al manejo de las negociaciones internacionales ya que participan en la Inversión Extranjera Directa. Como se mencionó anteriormente la inversión extranjera directa es la adquisición de activos fijos en otros países con el fin de adquirir empresas y así crear nuevas subsidiarias.

Para gestionar la inversión extranjera directa se tienen en cuenta los siguientes aspectos:

1. Relacionados con los ingresos, ya que se espera que los ingresos se incrementen por:
  - Permitir atraer nuevas fuentes de demanda por la poca existencia de competencia, no existen barreras de entrada, por la formación de alianzas estratégicas como fusiones o franquicias con el objeto de comercializar y mejorar la infraestructura de un sector específico.
  - Ingresar a mercados rentables, para que una EM decida vender sus productos en otros países, al principio planea reducir los precios para evitar un nuevo competidor.
  - Explorar las ventajas monopolísticas ya que algunas empresas locales no poseen los recursos, habilidades o tecnología avanzada.
  - Reaccionar a las restricciones comerciales ya que las EM utilizan la inversión extranjera directa como estrategia defensiva.

- Diversificación internacionalmente, hace referencia a la diversificación de ventas a nivel internacional, en el cual una empresa puede hacer que sus flujos de efectivo netos sean menos volátiles.
2. Relacionados con los costos, ya que se espera reducir costos por:
    - Beneficio total de las economías de escala porque, una empresa que trata de vender su producto en mercados nuevos, genera un aumento en la utilidad y la riqueza de los accionistas, debido al costo promedio más bajo por unidad que resulta de una producción más alta.
    - Uso de factores de producción extranjeros varían en gran medida de un país a otro, así que la EM instalan su producción en lugares donde los factores son más baratos.
    - Uso de materias primas extranjeras debido a los costos de transporte, pero hay empresas que tratan de evitar la importación de la materia prima de un país determinado.
    - Uso de tecnología extranjera es más frecuente, en el cual las empresas establecen o adquieren plantas en el extranjero para aprender la tecnología de otras naciones.
    - Reaccionar ante los movimientos en los tipos de cambio, porque cuando una empresa percibe que una moneda extranjera está subvaluada, es probable que considere la posibilidad de una IED en ese país.
  3. Motivos gerenciales egoístas para la IED porque, los gerentes quizá traten de ampliar sus divisiones internacionalmente si su compensación aumenta como resultado de esa expansión, muchos altos directivos tienen mayor cantidad de acciones de la EM y prefieren que esta diversifique sus negocios en el extranjero con el fin de reducir los riesgos.
  4. Barreras comerciales, en el cual las medidas gubernamentales hacen imperfecto el mercado internacional de bienes y servicios, en el cual imponen aranceles, cuotas y otras restricciones a la exportación e importación e igualmente regulan el comercio internacional para obtener ingresos y proteger las industrias del país y alcanzar objetivos de su política económica.
  5. Mercado imperfecto de la mano de obra, hace referencia a que 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.
  6. Activos intangibles: 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 EM 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.



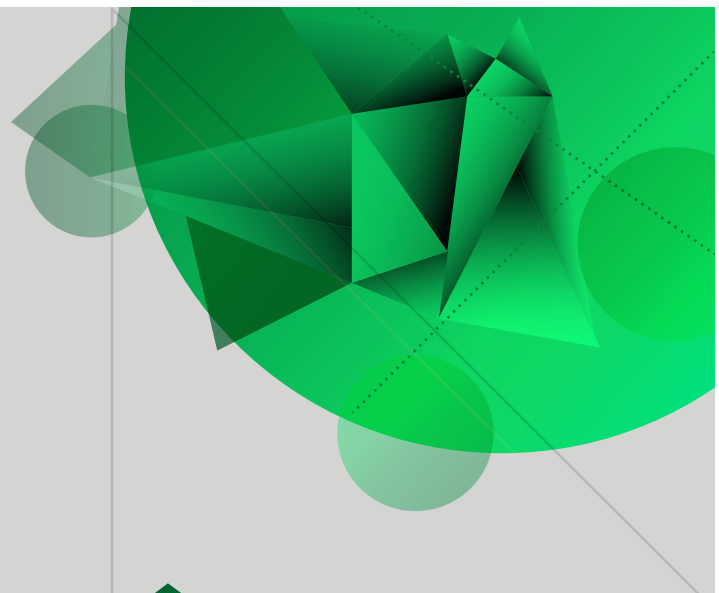
Estos activos intangibles son difíciles de empacar y vender a los extranjeros. Además, es difícil demostrar y proteger las patentes de estos activos, especialmente en los países donde se carece de recursos legales para hacerlo. Por eso, a veces es más rentable abrir subsidiarias y captar los recursos 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.

7. Integración vertical: en términos generales, las multinacionales emprenden IED en países donde haya insumos que garanticen su suministro a un precio estable. Más aún, si las EM ejercen un control monopolista u 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.

# 3

## Unidad 3

Las agencias que facilitan los flujos internacionales



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

# Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que en esta cartilla, se pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre las agencias que facilitan los flujos internacionales, términos de pago internacionales, documentos y técnicas que se utilizan en el comercio internacional y las fuentes gubernamentales de financiación de las exportaciones, con el fin de detectar, evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla información sobre las agencias que facilitan los flujos internacionales, términos de pago internacionales, documentos y técnicas que se utilizan en el comercio internacional y las fuentes gubernamentales de financiación de las exportaciones, por lo tanto es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 3 denominada “Decisiones de inversión internacional, comercio internacional y pagos”, interiorice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa, para que permita afianzar sus conocimientos y habilidades en el tema logrando una mayor capacidad para la toma de decisiones.

## Las agencias que facilitan los flujos internacionales

Agencias de los flujos internacionales		
Fondo Monetario Internacional		Banco Mundial
Organización Mundial del Comercio	Corporación Financiera Internacional	Organización para la Cooperación y Desarrollo

Figura 1  
Fuente: Propia.

Las agencias que facilitan el comercio internacional y las transacciones financieras, representan a un grupo de naciones, para estabilizar y controlar las fluctuaciones de la economía y evitar desequilibrios macroeconómicos.

### Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup>



Imagen 1  
Fuente: <http://www.imf.org/external/spanish/>

Es un organismo internacional autónomo e independiente con características de tipo fi-

<sup>1</sup> Apuntes de la Asignatura de Economía Internacional. Profesora: Luz Marina Pinzón. Facultad de Economía, Universidad Santo Tomás. Bogotá. (2006).

nanciero para generar estabilidad en los países miembros, es decir, que diseña la política macroeconómica internacional ya que promueve la estabilidad financiera y la cooperación monetaria internacional. Igualmente facilita el comercio internacional, promueve un incremento en el nivel del empleo, reducir la pobreza y aumentar el crecimiento económico sostenible. La creación de este fondo se dio en la conferencia de las Naciones Unidas celebrada en Bretton Woods, en donde 44 países acordaron establecer un marco de cooperación económica. Tiene como objetivos fomentar y asegurar la estabilidad del sistema monetario internacional con respecto a los pagos internacionales y tipos de cambio; efectuar las transacciones de los pagos internacionales teniendo en cuenta los tipos de cambio; cubrir toda la problemática de la macroeconomía y del sector financiero que incide en la estabilidad mundial y facilitar la expansión y el crecimiento equilibrado del comercio internacional.

### **Banco Mundial<sup>2</sup>**



Imagen 2

Fuente: <http://www.bancomundial.org/>

Es un organismo internacional que, fue creado en 1944 y tiene su sede en la ciudad

<sup>2</sup> Apuntes de la asignatura Economía Internacional. Profesora Luz Marina Pinzón. Facultad de Economía. Universidad Santo Tomás. Bogotá. (2006).

de Washington, cumple funciones de intermediario financiero entre el FMI y los países miembros de este, con el fin de generar prosperidad a las naciones y acabar con la pobreza extrema. Es decir, que es una fuente de asistencia financiera y técnica para los países en desarrollo porque, la meta del Banco es disminuir el porcentaje de las personas que viven con menos de US\$1,25 al día a al 3% antes de fines de 2030, y a su vez promover el crecimiento de los ingresos de la población de todos los países que se sitúa en el 40% inferior de la distribución del ingreso. Como el Banco Mundial solo proporciona una pequeña parte del financiamiento que necesitan los países en vías de desarrollo, busca expandir sus fondos mediante acuerdos de cofinanciamiento. El cofinanciamiento se logra de la siguiente manera:

- Dependencias oficiales de asistencia, se refiere a que dependencias de desarrollo se pueden unir al Banco Mundial para el financiamiento de proyectos de desarrollo en países de bajos ingresos.
- Dependencias de créditos a la exportación, ya que el Banco Mundial cofinancia algunos proyectos intensivos en capital y que también se financian a través de dependencias de créditos a la exportación.
- El Banco Mundial se ha unido a bancos comerciales para financiar el desarrollo del sector privado.

## Organización Mundial del Comercio



Imagen 3

Fuente: <https://www.wto.org/indexsp.htm>

Se creó como resultado de las negociaciones en la Ronda de Uruguay, el cual es una organización que se estableció para ofrecer un foro para negociaciones comerciales multilaterales y resolver disputas comerciales relacionadas con el acuerdo del GATT. Sus operaciones dieron inicio en 1995 con 81 miembros y desde entonces se han integrado más países. Los países miembros tienen derecho de voto que se usa para tomar decisiones sobre disputas comerciales y otros aspectos.

### **Corporación Financiera Internacional**

Miembro del grupo del Banco Mundial, esta institución internacional de desarrollo centra su labor en el sector privado de los países en desarrollo. Creada en 1956, trabaja para determinar políticas de organización, facilitar que empresas e instituciones en mercados emergentes creen empleos, generen ingresos fiscales, mejoren el gobierno corporativo y el desempeño medioambiental para contribuir a comunidades locales.

### **Asociación de Desarrollo Internacional**

Se creó en 1960 con objetivos semejantes al Banco Mundial, la política de crédito es más adecuada para países menos prósperos, por lo tanto su tasa de interés es baja.

### **Banco para Conciliaciones Internacionales**

Se encarga de facilitar la cooperación entre los países respecto a las transacciones internacionales, en el cual ofrece asistencia a países con crisis financiera.

### **Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico**

Facilita la administración de los gobiernos y corporaciones de países con economía de mercado.

## Términos de pago internacionales

Prepago adelantado	Carta de crédito	Giro o letra	Cuenta abierta	Consignación
--------------------	------------------	--------------	----------------	--------------

Figura 2  
Fuente: Propia.

Gracias a la globalización las actividades del comercio internacional de las empresas multinacionales han tenido mayor importancia en la economía y en las finanzas internacionales, pero esto también ha sido gracias al papel que desempeñan los bancos ya que, estos financian el comercio nacional o doméstico y al internacional, para que un importador o exportador pueda realizar su pago, imponer controles de intercambio, barreras arancelarias, pero como tal para que los directores financieros de las EM tomen decisiones al utilizar los métodos de financiación del comercio internacional.

Los métodos de pago para el comercio internacional son:

1. Prepago o pago por adelantado, significa que el exportador no entrega los productos hasta que el comprador haya realizado el pago. El pago se realiza mediante transferencia bancaria internacional o con cheque bancario. Este método facilita al proveedor un mayor grado de protección, es requerido por primera vez cuando no se conoce la solvencia del comprador.
2. Carta de crédito es un instrumento que los bancos utilizan en nombre del comprador, donde promete pagarle al vendedor cuando se presenten los documentos de embarque, de conformidad con los términos estipulados en el mismo. Este método es un compromiso entre el demandante y oferente, ya que facilita ciertas ventajas para ambas partes, en el cual el exportador tiene la seguridad de recibir el pago por el banco emisor, así mismo el banco emisor está obligado a respetar los retiros bajo la carta de crédito, a pesar de la capacidad o disposición a pagar del comprador.
3. Giro o letra es emitida por un exportador, la cual requiere al comprador pagar el valor nominal del giro en el momento en que esta se presenta. Es decir que este representa la demanda formal de pagos del exportador hacia el comprador, pero proporciona menos protección al exportador que una carta de crédito.

La mayoría de las transacciones son manejadas por canales bancarios, pero en la terminología bancaria se denomina cobranzas documentadas. El banco del comprador no liberará los documentos de embarque al comprador hasta que este haya pagado el giro. Esto se conoce como documentos contra pago. Esto proporciona al exportador alguna protección, ya que los bancos liberarán los documentos solo bajo las instrucciones del exportador. El comprador necesita los documentos de embarque para recoger la mercancía y no tiene que pagarla hasta que se presente el giro.



Si un embarque se realiza bajo un giro a plazos, el exportador ordena al banco del comprador liberar los documentos de embarque contra la aceptación del giro. Este método de pago con frecuencia se conoce como documentos contra aceptación. Al aceptar un giro, el comprador está prometiendo pagar al exportador en una fecha futura específica. Esta letra aceptada también se conoce como aceptación comercial, la cual es diferente a una aceptación bancaria.

4. **Consignación**, se realiza por medio de un acuerdo en el cual el vendedor envía los bienes al comprador mientras mantiene el título real de la mercancía, pero como tal el comprador tiene acceso al inventario, pero no considera pagar por los bienes hasta que se haya vendido una tercera parte, igualmente el vendedor confía en que el comprador gire el pago por los bienes vendidos en ese momento. Si el importador no realiza el pago, el exportador tiene un recurso limitado, ya que no existe ningún giro involucrado y los bienes ya se vendieron. Como resultado del alto riesgo, las consignaciones se utilizan con poca frecuencia a excepción de afiliadas o subsidiarias que comercian con la empresa matriz. Algunos proveedores de equipo permiten a los importadores tener algún equipo en el piso de ventas como modelo de demostración. Una vez que éstos se han vendido, o después de un periodo específico, el pago se gira al proveedor.
5. **Cuenta abierta** en el cual el vendedor envía la mercancía y espera que el comprador gire el pago con base en los términos acordados, en este caso el vendedor confía por completo en la solvencia financiera e integridad del comprador.

## Los documentos y técnicas utilizadas en el comercio internacional

Como se sabe los bancos juegan un papel importante en el comercio internacional y sus métodos más conocidos de financiamiento son:

1. **Financiamiento de cuentas por cobrar**, es cuando el banco otorgará el préstamo al exportador con base en su solvencia, y en caso de que el comprador no pague al exportador por alguna razón, este último es responsable de pagarle al banco.

El financiamiento de cuentas por cobrar conlleva riesgos adicionales, como las restricciones gubernamentales y controles de cambio, que puedan evitar que el comprador pague al exportador; esto genera como consecuencia que la tasa de préstamo es más alta que el financiamiento de las cuentas por cobrar nacionales.

2. **Factoraje**, se refiere cuando el exportador vende las cuentas por cobrar sin recurso, es decir que el factor adquiere entonces todas las responsabilidades administrativas involucradas en la cobranza del comprador y de la exposición crediticia asociada. El factor realiza su propio proceso de aceptación crediticia del comprador extranjero antes de adquirir las cuentas por cobrar. Por proporcionar este servicio, el factor por lo general adquiere las cuentas por cobrar con un descuento y también recibe una cuota de proceso sin interés.

Este tipo de financiamiento proporciona varios beneficios al exportador:

- Al vender las cuentas por cobrar, no tiene que preocuparse sobre las

funciones administrativas involucradas en mantener y monitorear el libro mayor contable de las cuentas por cobrar.

- El factor toma la exposición crediticia del comprador, por lo que el exportador no tiene que mantener personal para evaluar la solvencia de los compradores extranjeros.
  - Al vender las cuentas por cobrar al factor, el exportador recibe de inmediato los pagos y mejora su flujo de efectivo, ya que es el importador quien debe tener la solvencia desde el punto de vista del factor, con frecuencia se utiliza el factoraje fronterizo.
- 3.** Cartas de crédito es una gestión realizada por un banco para realizar los pagos en nombre de una parte específica para un beneficiario bajo condiciones específicas. El beneficiario que es un exportador recibe el pago al presentar los documentos requeridos en conformidad con los términos de la carta de crédito. Este proceso involucra dos bancos, el del exportador y el importador.

Algunas veces el exportador se siente incómodo con la promesa del banco emisor de pagar, ya que el banco se encuentra en un país extranjero, pero se preocupa más de que el gobierno extranjero imponga controles de cambio u otras restricciones que impidan el pago por el banco emisor. Por esta razón, el exportador podrá solicitar que el banco local confirme la carta de crédito y de esa manera asegurar que todas las responsabilidades del banco emisor serán cumplidas. El banco confirmante está obligado a cumplir con los retiros realizados por el beneficiario, de acuerdo con la carta de

crédito, a pesar de la capacidad del banco emisor de realizar el pago.

Tipos de cartas de crédito:

- Cartas comerciales para la importación o exportación.
  - Carta de crédito revocable puede cancelarse en cualquier momento sin previa notificación al beneficiario.
  - Carta de crédito irrevocable, puede cancelarse o enmendarse sin el consentimiento del beneficiario.
- 4.** Aceptaciones bancarias, se refieren a las letras de cambio o giros a plazos, emitida y aceptada por un banco. La creación de una aceptación bancaria empieza cuando el importador hace el pedido de los bienes al exportador, por lo tanto el importador solicita a su banco local que emita una carta de crédito en su representación, para que el exportador elabore un giro a plazos en el banco, en pago por los bienes exportados.

Entonces el exportador presenta el giro a plazos junto con los documentos de embarque a su banco local y al banco del importador, después el banco del importador acepta el giro, en consecuencia crea una aceptación bancaria.

- 5.** Financiamiento del capital de trabajo, después de haber emitido una aceptación bancaria, el banco también puede proporcionar préstamos a corto plazo más allá del periodo de la aceptación bancaria para el importador, en el cual este préstamo financia el capital de trabajo que inicia con la adquisición de inventario y continua con la venta de los

bienes, creación de una cuenta por cobrar y la conversión a efectivo. Mientras que para el exportador, el préstamo a corto plazo puede financiar la fabricación de la mercancía destinada a la exportación o el periodo de cuando se realiza la venta hasta que se recibe el pago del comprador.

Ejemplo, la firma puede haber importado cerveza extranjera, la cual planea distribuir en tiendas de abarrotes y bebidas alcohólicas. El banco no solo puede proporcionar una carta de crédito para el financiamiento del comercio sino también para financiar el costo del importador desde el momento de la distribución y cobro del pago.

6. Financiamiento de bienes de capital a mediano plazo, este financiamiento surge cuando los bienes de capital son muy costosos dentro de un periodo corto, así que se requiere la inversión a un plazo más largo, en el cual el exportador quizá pueda proporcionar el financiamiento para el importador, pero no puede extenderse durante varios años. Esto es denominado como forfaiting, que se requiere a la compra de obligaciones financieras como letras de cambio o pagarés, sin tener que recurrir al titular original.
7. Contracomercio es denominado como los tipos de transacciones de comercio exterior en que las ventas de bienes a un país están vinculadas a la adquisición o intercambio de bienes de ese mismo país. Los tipos más comunes de contracomercio incluyen trueque, compensación y contra adquisición.

El trueque es el intercambio de bienes entre dos partes sin el uso de una moneda como medio de cambio.

Una compensación o acuerdo de liquidación de cuenta, se rige a la entrega de los bienes de una parte que es compensada por la recompra del vendedor de cierta cantidad del producto de la misma parte, es decir que es una transacción regida por un contrato y el valor de los bienes se expresa en términos monetarios. El acuerdo de recompra podría ser por una fracción de la venta original (compensación parcial) o más de 100 por ciento de la venta original (compensación completa).

Contra adquisición es el intercambio de bienes entre dos partes bajo distintos contratos expresados en términos monetarios. La entrega y pago de ambos bienes son, en términos técnicos, transacciones separadas.

## Fuentes gubernamentales de financiación de las exportaciones



Figura 3  
Fuente: Propia.

Los riesgos inherentes que tiene el comercio internacional, hace que el gobierno, por medio de instituciones gubernamentales y el sector privado ofrecen varias formas de crédito de exportación y programas de garantía para reducir el riesgo y estimular el comercio.

A nivel internacional, especialmente en Estados Unidos se destacan las siguientes:

### **Export-Import Bank**



Imagen 4

Fuente: <http://news.stlpublicradio.org/post/export-import-bank-could-get-short-term-extension>

Se estableció en 1934, con el objeto de facilitar el comercio soviético-estadounidense, pero en la actualidad financia y facilita las exportaciones de bienes y servicios para mantener la competitividad de las empresas estadounidenses en los mercados extranjeros.

Los programas están diseñados para motivar al sector privado de financiar el comercio de exportación al asumir parte del riesgo crediticio subyacente y proporcionar financiamiento directo a los importadores extranjeros y son:

Programas de garantía para el capital de trabajo y a mediano plazo. El Programa de garantía del capital de trabajo motiva a los bancos comerciales a otorgar financiamiento de exportación a corto plazo a exportadores elegibles al proporcionar una garantía integral que cubra de 90 a 100 por ciento del préstamo y los intereses.

El programa de garantía a mediano plazo alienta a los prestamistas comerciales a financiar la venta de equipo de capital y servicios estadounidenses a compradores extranjeros aprobados. El Ex-Im Bank garantiza 100 por ciento del préstamo y los intereses. La cantidad financiada no debe exceder 85 por ciento del precio contractual.

Programa de préstamos, encontramos el Programa de Préstamo Directo y el Programa de Préstamos Financieros para Proyectos.

El Programa de préstamo directo, el Ex-Im Bank ofrece de manera directa préstamos con tasa fija a los compradores extranjeros para comprar equipo de capital y servicios estadounidenses a mediano o largo plazo. La cantidad total financiada no debe exceder el 85 por ciento del precio contractual. Los plazos de pago dependen de la cantidad, pero de manera típica, van de 1 a 5 años para transacciones a mediano plazo y de 7 a 10 años para transacciones a largo plazo.

El Programa de préstamos financieros para proyectos permite que los bancos, el Ex-Im Bank, o una combinación de ambos otorguen financiamiento a largo plazo para equipo de capital y servicios para proyectos importantes. Estos, de manera típica, son proyectos de gran infraestructura, tales como proyectos de generación de energía, cuyos pagos dependen del flujo de efectivo.

Programas de seguro bancario, se utiliza es la póliza de carta de crédito bancaria, que permite que los bancos puedan confirmar las cartas de crédito emitidas por los bancos extranjeros, respaldando la adquisición de exportaciones estadounidenses. Sin este seguro, algún banco no querrá asumir

los riesgos políticos y comerciales subyacentes asociados con la confirmación de una carta de crédito. Los bancos están asegurados hasta 100 por ciento de soberanía (gobierno) y 95 por ciento para todos los demás bancos. La prima de seguro se basa en el tipo de comprador, plazo de pago y país.

La póliza de crédito al comprador por instituciones financieras es emitida a nombre del banco. Esta póliza proporciona cobertura de seguro para préstamos por bancos a compradores extranjeros a corto plazo.

### **Corporación privada de recursos para la exportación**

Es una empresa privada propiedad de un consorcio de bancos comerciales y empresas industriales, junto con el Ex-Imbank, proporcionan financiamiento de tasa fija a mediano y largo plazo para compradores extranjeros.

La mayoría de los préstamos de esta corporación es para financiar grandes proyectos tales como equipo para aeronaves y generación de energía y como resultado tienen plazos muy largos (5 a 25 años). Igualmente esta entidad recaba sus fondos en los mercados de capital a través de la emisión de bonos a largo plazo. Estos bonos son negociables con facilidad, ya que de hecho están asegurados por los préstamos garantizados del Ex-Im Bank.

### **Corporación privada de inversión en el extranjero**

Se estableció en 1971, como una agencia federal autosuficiente para asegurar inversiones directas estadounidenses en el extranjero contra el riesgo de no convertibilidad de la divisa, expropiación y riesgos políticos.

Por medio de los Programas de préstamo directo o de garantía, otorgará financiamiento a mediano y largo plazo a inversionistas estadounidenses que emprenden empresas en el extranjero. Además del seguro general y los programas de financiamiento, ofrece tipos específicos de cobertura para exportadores cotizando o realizando contratos extranjeros. Los contratistas estadounidenses pueden asegurarse contra las disputas contractuales y aun la exigencia injustificada de las cartas de crédito.

Estas entidades cumplen el mismo papel y desempeño que en Colombia como las entidades Bancoldex, y Procolombia que se encargan de financiar al sector privado para que puedan mejorar sus productos en cuanto a la capacidad productiva y calidad con la respectiva promoción y publicidad a los diferentes mercados extranjeros.

4

Unidad 4

El costo global y la  
disponibilidad de  
capital



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

# Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que esta cartilla, se pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre el desarrollo de la financiación internacional teniendo en cuenta el costo de capital global, el aprovisionamiento del capital y participación del capital extranjero, para evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.



El estudiante encontrará en esta cartilla el desarrollo de la financiación internacional basado en el costo de capital global, aprovisionamiento de capital y participación del capital extranjero, por lo tanto es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 4 denominada “Financiación internacional,” realice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa, para que permita afianzar sus conocimientos y habilidades en el tema logrando una mayor capacidad para la toma de decisiones.

## El costo global y la disponibilidad de capital



Imagen 1

Fuente: <http://www.eresemprendedor.es/tag/capital/>

Gracias a la internacionalización varias empresas multinacionales empezaron a modificar su estructura de capital, lo que permitió que lograran fondos de fuentes del extranjero y nacional para el alcance de sus actividades de negocios, esta tendencia se refleja en la liberalización y desregulación de los mercados financieros mundiales.



Imagen 2

Fuente: <https://www.youtube.com/watch?v=amrLoS9dTr4>

En una empresa se utiliza el costo global de capital como una medida de tasa para tomar las decisiones de inversión, ya que para ello es necesario que los activos financieros tengan una relación homogénea al riesgo. El cálculo del costo global sirve para evaluar proyectos teniendo en cuenta las condiciones fundamentales del negocio como del mercado financiero, lo que nos lleva a identificar la composición del costo global:

- Costo de capital social es una tasa mínima de rendimiento que ha de generar un proyecto.

- Costo de la deuda es tasa efectiva que paga una compañía a sus acreedores o instituciones financieras de las que realizó préstamos.
- Costo de las acciones preferentes es una razón entre el dividendo de la acción preferente y el producto neto de la venta de la acción preferente.
- Costo marginal de una fuente específica de financiamiento se utiliza para decidir si conviene invertir en nuevos proyectos.

## Costo de capital y deuda

### En una empresa

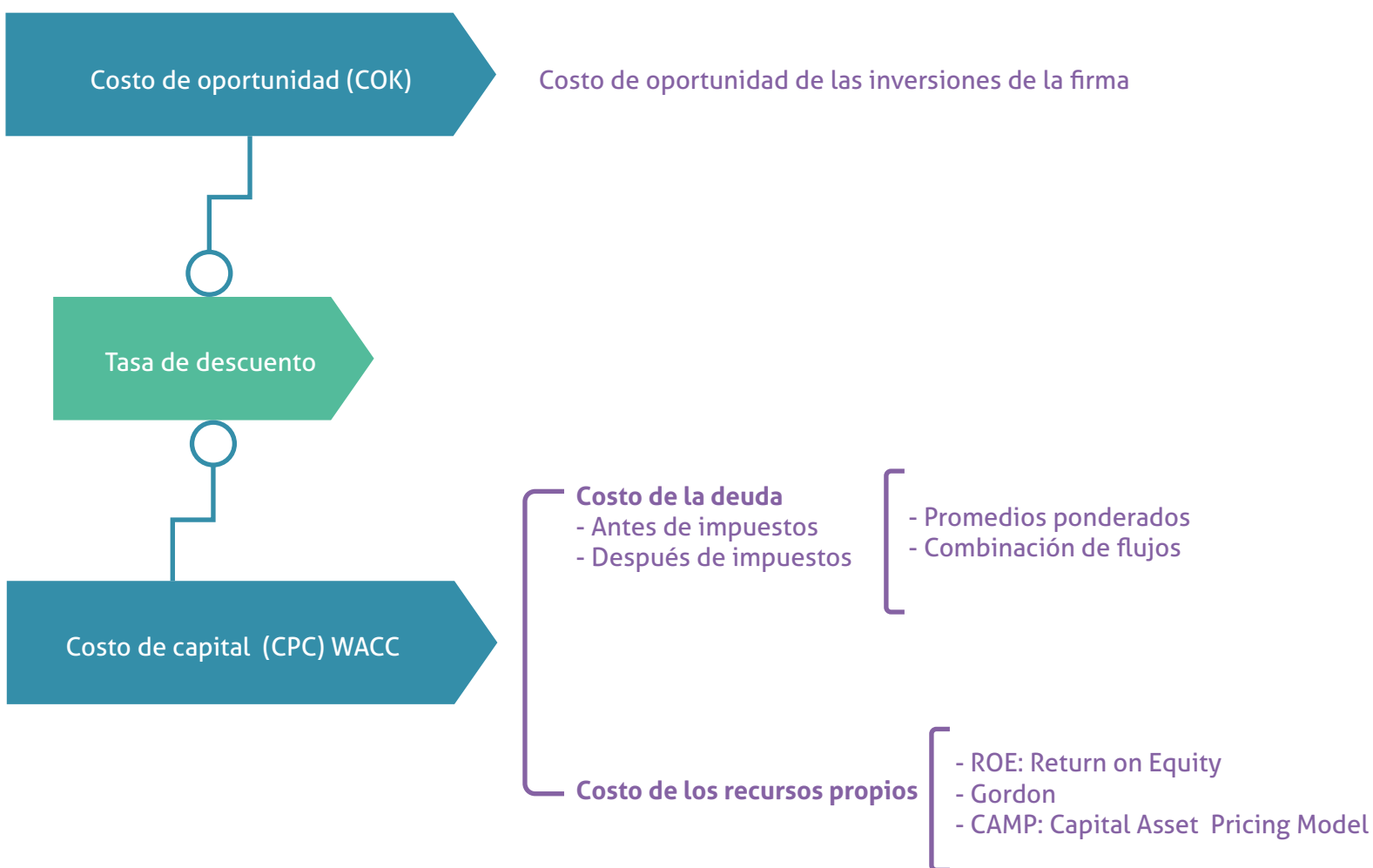


Figura 1

Fuente: Adaptado de <http://es.slideshare.net/luisgu/unidad-n1409-costo-de-capital>

El costo de capital es la tasa mínima de rendimiento que genera un proyecto para pagar sus costos financieros:

- Si el rendimiento es igual al costo de capital, el valor de una empresa no cambiará si emprende el proyecto.
- Sí el rendimiento es mayor que el costo de capital, el valor de la empresa aumenta y se emprende el proyecto.

Cuando una empresa en su estructura contable presenta la relación pasivo/capital, el costo financiero se representará mediante el costo promedio ponderado del capital y se calcula de la siguiente manera:

$$K = (1-\lambda)K_t + \lambda(1-\tau)i$$

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.

$\tau$  = impuesto marginal sobre el ingreso corporativo.

$\lambda$  = razón del valor de la deuda a valor del mercado total.

Tanto  $K_t$  como  $i$  aumentan al elevarse la proporción de la deuda en la estructura de capital, pero en la combinación óptima de financiamiento con deuda y capital, el costo promedio ponderado de capital ( $K$ ) será el más bajo, lo que permite que las empresas 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; y en la mayoría de los países el pago de intereses es dedu-

cible 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.

En una empresa que desee maximizar la riqueza de los accionistas financiará los nuevos gastos del capital al nivel donde el rendimiento marginal de la última unidad del nuevo financiamiento a incrementar, como consecuencia cuando una empresa 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.

El costo de deuda son los fondos tomados en préstamo y son más fáciles de medir, lo que permite que exista una comparación de los costos del capital accionario y la deuda. Así que el promedio ponderado de capital de una empresa que es  $K_t$  se mide:

$$K_t = \left( \frac{D}{D + E} \right) k_d(1 - t) + \left( \frac{E}{D + E} \right) k_t$$

Donde:

$D$  = monto de la deuda de la empresa.

$k_d$  = costos de la deuda antes de impuestos.

$t$  = tasa fiscal corporativa.

$E$  = capital accionario de la empresa.

$K_t$  = costo de financiarse con capital accionario.

Las razones que se contemplan en la ecuación reflejan el porcentaje de capital representado por deuda y capital accionario. La ventaja de usar el capital accionario como costo de deuda genera que los pagos de intereses sobre deuda son deducibles de impuestos, pero cuanto más se recurre a la deuda, mayor es el gasto financiero por intereses y más alta la probabilidad de que la empresa no pueda cubrir sus gastos, como consecuencia la tasa de rendimiento que piden los nuevos accionistas potenciales o los acreedores aumenta para reflejar la mayor probabilidad de una quiebra.

### **Costo de capital para las empresas multinacionales**

El costo de capital de las empresas multinacionales poseen las siguientes características.

1. Tamaño de la empresa porque, una empresa multinacional que toma frecuentemente prestamos significativos recibe un trato preferencial de los acreedores que permite reducir sus costos de capital. Todavía sus grandes emisiones de acciones o bonos le permiten reducir sus costos de emisión como porcentaje del monto del financiamiento.

Si se compara esas ventajas de las empresas multinacionales con una empresa nacional, se dice que una empresa nacional recibe el mismo tratamiento si es bastante grande, pero el crecimiento de una empresa es más restringido si no se quiere operar internacionalmente, además las multinacionales poseen más capacidad que las empresas nacionales para alcanzar el tamaño necesario para recibir un tratamiento preferencial de los acreedores.

2. Acceso a los mercados internacionales, por lo que las empresas multinacionales consiguen fondos a través de los mercados internacionales de capital con costos menores que los que pagan las empresas nacionales, igualmente las subsidiarias podrían obtener fondos locales más baratos que el alcance de la matriz, sí las tasas de interés en el país anfitrión son bajas.

Por el otro lado los fondos extranjeros no aumenta la exposición de una empresa multinacional al riesgo cambiario ya que los ingresos generados por la subsidiaria están denominados en la misma divisa.

3. Diversificación internacional porque, las entradas de efectivo de una empresa provienen de varias fuentes de todo el mundo generadas por sus ventas totales, además los flujos de efectivo netos de un portafolio de subsidiarias deben mostrar menos variabilidad, lo que disminuye la probabilidad de quiebra y reduciría el costo de capital.
4. Exposición a riesgos cambiarios ya que los flujos de una empresa multinacional podrían ser volátiles que los de una empresa nacional de la misma industria. Ejemplo sí las utilidades generadas en el extranjero se transfieren a la matriz estadounidense de la empresa multinacional, no valen tanto si el dólar es fuerte en comparación con las demás divisas. Lo anterior reduce la capacidad de hacer pagos de intereses sobre deuda sin liquidar y aumenta la posibilidad de quiebra y por ende obligaría a los acreedores y accionistas a pedir un rendimiento mayor, lo que aumentaría los costos de capital para la EM.

Es decir, que una empresa más expuesta a las fluctuaciones cambiarias tendrá una distribución más dispersa de los flujos de efectivo para periodos futuros, en el cual el costo de capital debe reflejar esa probabilidad y como la posibilidad de quiebra es mayor si son más inciertas las expectativas de los flujos de efectivo, la exposición a las fluctuaciones cambiarias aumentarían los costos de capital.

5. Exposición al riesgo país, porque una empresa multinacional al establecer subsidiarias está sujeta a la posibilidad de que el gobierno expropié los activos de la subsidiaria.

Si los activos son expropiados sin que se dé una compensación justa, aumenta la probabilidad de que la empresa multinacional quiebre. Es decir que cuanto mayor sea el porcentaje de los activos de una EM invertidos en diferentes países y más alto sea el riesgo general de operar en dichos países, mayor será la probabilidad de que quiebre la EM y hace que sus costos de capital aumenten.

Las leyes fiscales son otras formas de riesgo país, ya que pueden afectar los flujos de efectivo de la subsidiaria de una EM. Estos riesgos no se incorporan por fuerza en los pronósticos de los flujos de efectivo, porque no hay motivo para creer que aumenten. Sin embargo, hay una posibilidad de que estos hechos ocurran, de modo que el riesgo debe incorporarse en el proceso de elaboración del presupuesto de capital.

## Aprovisionamiento capital a nivel mundial



Imagen 3

Fuente: <https://apoyologistico.wordpress.com/category/master-compras-y-aprovisionamiento-2/>

El costo de capital varía en los distintos países porque, las empresas multinacionales establecidas en los países tienen una ventaja competitiva sobre los otros países por:

- Poseer tecnología y recursos que causan que algunos proyectos sean más viables y aumentan con facilidad su participación en el mercado mundial.
- Las empresas pueden ajustar sus operaciones internacionales y fuentes de fondos para aprovechar las diferencias de costos de capital entre países.
- Las diferencias de los costos de cada componente de capital ya sea de deuda o social tienen una estructura de capital con más deuda que las de otros países.

### Diferencias en el costo de la deuda entre países



Imagen 4

Fuente: <http://blogs.infobae.com/wall-street/2013/08/05/los-20-paises-con-mas-deuda-del-mundo/>

El costo de la deuda de una empresa se determina por la tasa de interés libre de riesgo prevaleciente para la divisa del préstamo y la prima de riesgo que requieren los acreedores.

Diferencias entre la tasa libre de riesgo ya que esta tasa está determinada por la interacción de la oferta y la demanda de fondos pero cualquier factor como la legislación fiscal, demografía, políticas monetarias y condiciones económicas influyen a la tasa libre de riesgo, porque ofrecen incentivos al ahorro y a la inversión gracias a los efectos de las tasas de interés.

Diferencias en la prima de riesgo sobre la deuda ya que esta debe ser grande para compensar a los acreedores por el riesgo de que el prestatario no pueda cumplir con sus obligaciones de pago. Para la compensación se tiene en cuenta:

- Las relaciones entre las empresas y acreedoras son más estrechas.
- Los gobiernos de algunos países están dispuestos a intervenir y rescatar las empresas en problemas financieros.
- Las empresas de algunos países tienen mayor capacidad de tomar préstamos, porque sus acreedores toleran mejor un alto grado de apalancamiento financiero.



## Diferencia en el costo del capital accionario entre países

El costo del capital accionario se basa también en las oportunidades de inversión en el país. En un país con muchas oportunidades de inversión, los rendimientos potenciales pueden ser altos, lo que da por resultado un alto costo de oportunidad de los fondos y, por consiguiente, un alto costo del capital accionario.

El múltiplo de precio-utilidades se relaciona con el costo de capital, porque refleja el precio de las acciones de la empresa en proporción al rendimiento de esta. s). Un múltiplo grande significa que la empresa recibe un precio alto cuando vende nuevas acciones para un nivel de utilidades, lo que significa que el costo de financiar el capital accionario es bajo.

Se tiene en cuenta:

Combinación de los costos de la deuda y del capital accionario ya que las proporciones relativas de deuda y capital accionario que usan las empresas de cada país deben aplicarse como pesos para estimar razonablemente el costo de capital y para identificar que costos son menores para las empresas en determinados países.

El costo neto de la deuda puede calcularse con una exactitud razonable, acudiendo a la información pública sobre los costos actuales de la deuda conocidos como rendimientos de los bonos, en los que incurren otras empresas con riesgos semejantes al del proyecto, mientras que el costo del capital accionario es un costo de oportunidad: lo que hubieran ganado los inversionistas en otras inversiones de capital accionario con riesgos parecidos. La EM puede tratar de medir el rendimiento esperado en un conjunto de acciones que exhiben el mismo riesgo que su proyecto. Este rendimiento esperado sirve como el costo del capital accionario. Entonces la tasa de rendimiento requerida por el proyecto será el costo de capital ponderado del proyecto, basado en las estimaciones.

## Listado de participación de capital extranjero y la emisión

Listado de participación de capital extranjero y la emisión		
Determinación de valores presentes netos		Ajuste promedio ponderado de capital valor presente de la inversion de capital
Relación entre el valor presente neto del proyecto y la estructura de capital	Compensación y contabilidad en varios periodos	Evaluacionde escenarios y propiedad de acciones en el extranjero

Figura 2  
Fuente: Propia.

Cuando una EM decide realizar una inversión en un proyecto en el extranjero, la cual tenga el mismo riesgo que la propia EM, puede tomar su promedio ponderado del costo de capital como la tasa de rendimiento requerida del proyecto. Aunque muchos proyectos en el extranjero tienen niveles de riesgo distintos que la CMN. Hay varias maneras de que una EM tenga en cuenta el diferencial de riesgo al elaborar su presupuesto de capital.

### **Determinación de valores presentes netos basados en el promedio ponderado del costo de capital**

Es posible incorporar muchos posibles valores para cada variable (como demanda, precio, costos de mano de obra, etc.) para estimar valores presentes netos (VPN) en varios escenarios y luego derivar la distribución de probabilidad de dichos VPN. Cuando se toma el Promedio ponderado del costo de capital como tasa de rendimiento requerida, la distribución de probabilidad de los VPN puede evaluarse para determinar la probabilidad de que el proyecto en el extranjero genere un rendimiento que sea al menos igual al Promedio ponderado del costo de capital de la empresa. Si la distribución de probabilidad contiene VPN negativos, es indicativo de que el proyecto podría resultar contraproducente. Este método es útil para considerar los riesgos, porque incorpora explícitamente varios escenarios posibles para la estimación del VPN y, por tanto, puede medir la probabilidad de que un proyecto salga mal. Para facilitar los cálculos, se puede recurrir a programas de cómputo que realizan simulaciones y análisis de sensibilidad.

### **Ajuste del promedio ponderado del costo de capital al diferencial de riesgo**

Si se piensa que el proyecto en el extranjero exhibe un riesgo mayor que la EM, puede agregarse al Promedio ponderado del costo de capital una prima para obtener la tasa de rendimiento que requiera el proyecto.

Luego, en el proceso de elaboración del presupuesto de capital se incorpora este riesgo como la tasa de descuento. Si el proyecto en el extranjero exhibe un riesgo más bajo, la EM tomará una tasa de rendimiento requerida menor que su Promedio ponderado del costo de capital.

Pero en sí este método no es de utilidad porque la prima de riesgo se determina arbitrariamente y está sujeta a error, entonces la prima de riesgo depende del gerente que realiza el análisis y así, la decisión de aceptar o rechazar un proyecto en el extranjero, que se basa en el VPN estimado del proyecto, dependería de la decisión arbitraria del gerente sobre la prima de riesgo tomada para la tasa de rendimiento requerida.

### **Determinación del valor presente neto de la inversión de capital**

Para beneficiarse de los efectos del tipo de cambio, una EM evalúa el proyecto midiendo el VPN de la inversión de capital accionario en el proyecto. Aquí los pagos de deuda se consideran de forma explícita, así que el análisis explica por completo los efectos de los movimientos cambiarios esperados, entonces, el valor presente de todos los flujos de efectivo recibidos por la matriz puede compararse con la inversión de capital accionario inicial en el proyecto de parte de ésta. La EM realiza el mismo análisis sobre varias alternativas de financiamiento para determinar la que genera el VPN más favorable para el proyecto.

En el análisis hay que incorporar de manera directa los pagos de deuda en las estimaciones de los flujos de efectivo. Por consiguiente, el enfoque debe dirigirse a comparar el valor presente neto de los flujos de efectivo en dólares ganados sobre la inversión de capital accionario en el desembolso inicial de este capital. Si ninguna alternativa tiene un VPN positivo, el proyecto propuesto no será emprendido. Si las dos alternativas tienen VPN positivo, el proyecto se financiará con la estructura de capital que se espera que genere el VPN más alto.

### **Relación entre el valor presente neto del proyecto y la estructura de capital**

El VPN del proyecto en el extranjero depende de la estructura de capital del proyecto por dos causas.

1. La estructura de capital puede afectar el costo de capital.
2. La estructura de capital influye en el monto de los flujos de capital que se reparten a los acreedores en el país local antes de aplicar los impuestos y de que los fondos se envíen a la matriz.

### **Compensación cuando se financia en países en desarrollo**

La ventaja de tomar la deuda en el extranjero para compensar los ingresos devengados fuera para reducir el riesgo cambiario debe ponderarse con el costo de tal deuda. Es común que muchos países en desarrollo tengan altas tasas de interés sobre la deuda, pero su moneda suele ser débil con relación al dólar. Así, las EM establecidas en Estados Unidos deben tolerar un alto costo del financiamiento con la deuda local o tomar en préstamo dólares, pero quedar expuestas a riesgos cambiarios importantes.

La mejor manera de evaluar el equilibrio de compromiso es estimar el VPN de la inversión de capital accionario de la CMN con cada alternativa de financiamiento.

### **Contabilidad para varios periodos**

Para cada año se anotarían el ingreso y los gastos y se incorporarían de forma explícita los pagos de la deuda. Se medirían los efectos fiscales y del tipo de cambio para determinar el monto de los flujos de efectivo recibidos cada año. Se aplicaría una tasa de descuento que refleje la tasa de rendimiento requerida para medir el valor presente de los flujos que recibiría la matriz.

### **Comparación de composiciones de deuda**

Se dirige a determinar si la deuda debía ser en pesos o en dólares. También se pueden considerar otras composiciones de deuda, como las siguientes:

- 75 por ciento de la deuda en pesos argentinos y la deuda restante en dólares.
- 50 por ciento de la deuda en pesos argentinos y la deuda restante en dólares.
- 25 por ciento de la deuda en pesos argentinos y la deuda restante en dólares.

### **Evaluación de escenarios de tipos de cambio alternos**

En este ejemplo tomamos solo un tipo de cambio, lo que quizá no es realista y en una hoja de cálculo es fácil comparar los VPN de las dos alternativas sobre la base de otras proyecciones del tipo de cambio. Este análisis mostraría que por su mayor exposición, el VPN del proyecto es más sensible a los

escenarios de tipos de cambio si el proyecto se financia con deuda en dólares que si se financia con deuda en pesos. Sería posible modificar los valores de las demás variables, como el nivel supuesto de ingresos o los gastos de operación, para abarcar varios escenarios.

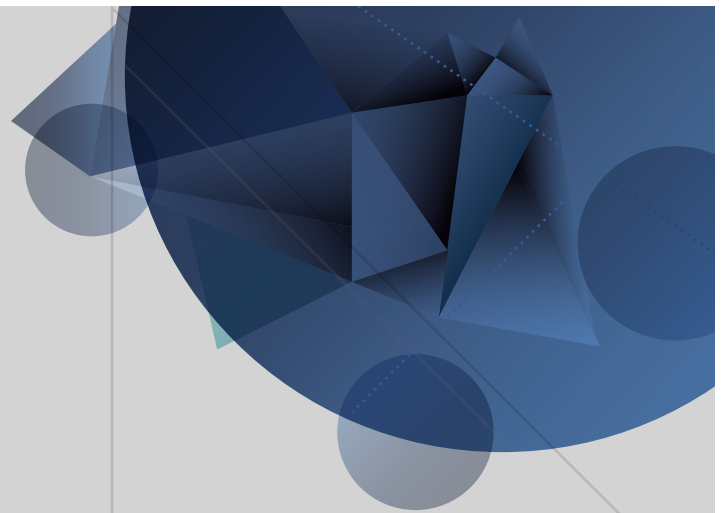
### **Propiedad de acciones en el extranjero**

Algunas decisiones de estructura de capital incluyen accionistas extranjeros, pero igualmente puede realizarse el análisis de la misma manera, solo que se complica si la propiedad en el extranjero cambia el gobierno corporativo de alguna forma que afecte los flujos de efectivo de la empresa. Muchas EM establecidas en Estados Unidos han emitido acciones en otros países donde hacen negocios. Solo consideran la emisión de acciones en los países en los que haya suficiente demanda.

# 4

## Unidad 4

Instrumentos  
alternativos a la  
fuente de capital



Finanzas internacionales

Autor: Maria Camila Lozano

# Introducción

La inserción de los negocios globalizados en la economía mundial, es muy importante porque refleja la dinámica de las finanzas internacionales orientadas en la gestión de las finanzas multinacionales, la dinámica del sistema financiero global, balanza de pagos, tipo de cambio, inversión extranjera directa y como estos se relacionan con el comercio internacional, por lo tanto se deben evaluar y gestionar los riesgos internacionales tales como el riesgo político, el riesgo cambiario, la exposición por transacción, la exposición económica y la exposición por traducción realizada por los inversionistas y empresas multinacionales. Es decir, que se estudiarán las implicaciones financieras sobre las oportunidades y los riesgos que enfrentan las empresas multinacionales y el uso de los mercados de todo el mundo, por lo que permite que el estudiante desarrolle conocimientos y competencias en la comprensión de teorías, políticas y técnicas económicas en el manejo de las relaciones comerciales internacionales, para los diferentes cambios estratégicos que demandan las empresas para lograr enfrentar las mega tendencias e igualmente identificar los acuerdos comerciales en el proceso de globalización y las fuentes de financiamiento e inversión en el ámbito internacional.

Así que esta cartilla, pretende que el estudiante logre los conocimientos básicos sobre el desarrollo de la financiación internacional teniendo en cuenta los instrumentos alternativos financieros, estructura financiera y mercado de deuda internacional, para evaluar y responder a la toma de decisiones, de tal forma que se impida desembocar consecuencias desastrosas o catastróficas, salvaguardando la existencia misma del negocio.

El estudiante encontrará en esta cartilla la estructura financiera internacional en la negociación, por lo tanto es importante que el estudiante lea y comprenda los contenidos de esta semana correspondiente a la Unidad 4 denominada “Financiación internacional”, interiorice las lecturas complementarias, vea los recursos de aprendizaje, realice las actividades de repaso y la actividad evaluativa, para que permita afianzar sus conocimientos y habilidades en el tema logrando una mayor capacidad para la toma de decisiones.



## Instrumentos alternativos a la fuente de capital

Presupuestación de capital nacional	Valor presente ajustado
Flujo de efectivo, inversión y costo promedio de capital	Para apalancar la capacidad productiva

Figura 1  
Fuente: Propia.

Este tema pretende describir un método que permita analizar la inversión en un proyecto internacional de capital, que es una ampliación del valor presente neto que se recomienda para analizar los costos locales de capital y facilitar el análisis de los flujos especiales de efectivo que caracterizan a costos de capital internacional.

**Presupuestación del capital nacional**

La ecuación que se describe abajo es la presupuestación de capital del valor presente neto:

$$NPV = \sum_{t=1}^T \frac{FE_t}{(1+k)^t} + \frac{VT_T}{(1+k)^T} - C_0$$

Donde:

FE<sub>t</sub> = flujo de efectivo esperado después de impuestos en el año t

VTT = valor terminal esperado después de impuestos, incluida la recaptación del capital de trabajo

C<sub>0</sub> = inversión inicial

K = costo promedio ponderado del capital.

T = vida económica del proyecto de capital en años.

Entonces el valor presente neto de un proyecto de capital es el de todos los ingresos en efectivo 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  $VPN < 0$ .

A la par el método de la tasa interna de rendimiento (TIR) 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. Habrán casos de que un proyecto tendrá una sola tasa interna y la regla de decisión establece escoger el proyecto cuando  $TIR \geq K$ . Este método 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.

Mientras que 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 existen inconvenientes cuando se trata de proyectos excluyentes, ya que puede surgir un conflicto entre el índice de rentabilidad y el criterio del valor presente neto debido a la escala de las inversiones y sin embargo, la compañía no se sujeta a un racionamiento de capital, se acepta que los conflictos deberán resolverse en favor del criterio del VPN.

Ahora es importante hablar de los flujos anuales totales de efectivo atribuibles al costo de capital  $FEO_t$  que representan el cambio gradual del flujo total de efectivo de la empresa en el año  $t$  que proviene del pro-

yecto de capital y se define de la siguiente manera:

$$CF_t = (R_t - C_t - D_t - I_t)(1 - \tau) \\ = (I_t N + D_t + I_t)(1 - \tau)$$

El primer término de la ecuación expresa detalladamente el flujo gradual de efectivo que vale la pena conocer y se observa que FE es la suma de tres flujos procedentes del proyecto de capital:  $I_t N$  que es el ingreso esperado que pertenece a los accionistas de la empresa; el  $I_t N$  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,  $C_t$  menos la depreciación del proyecto,  $D_t$ , menos el gasto por intereses,  $I_t$ .

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  $I_t N$ , con fines fiscales.

### Valor presente ajustado

Para ampliar el modelo del valor presente neto, se hace sustituyendo  $FEO_t$ , porque permite expresar de otra manera la fórmula así:

$$VPN = \sum_{t=1}^T \frac{FEO_t(1 - \tau)}{(1 + k)^t} + \sum_{t=1}^T \frac{\tau D_t}{(1 + K^t)} + \frac{VT_T}{(1 + k)^T} - C_0$$

Pero Franco Modigliani y Merton Miller (1963) dedujeron una formulación teórica referente al valor de mercado de una firma apalancada ( $V_1$ ) en comparación con el de una firma equivalente no apalancada ( $V_u$ ). Demostraron que:

$$V_1 = V_u + \tau \text{Deuda}$$

Si se supone que las empresas son negocios establecidos y por ende la deuda de una empresa se emite para financiar parte de su capacidad productiva, la ecuación se expande de la siguiente manera:

$$\frac{INO(1 - \tau)}{K} = \frac{INO(1 - \tau)}{K} + \frac{\tau i}{I}$$

Donde  $i$  es la tasa de financiamiento,  $I = i$  Deuda y  $K_u$  es el costo de una empresa financiada totalmente con capital.

Es decir que:

$$K = (1 - \lambda)K_t + \lambda i(1 - \tau)$$

Donde  $K_t$  es el costo de capital de la firma apalancada y  $\lambda$  es la razón óptima de deuda. Pero nuevamente Modigliani y Miller demostraron que  $K$  puede expresarse así:

$$K = K_u(1 - \tau\lambda)$$

Teniendo en cuenta los determinantes del costo de capital, se puede postular, si  $\lambda=0$  indica que una compañía es financiada totalmente con capital, entonces es  $K=K_u$  e  $I=0$ ; así, la ecuación  $V_t=V_u$ . Es decir, que existe una igualdad, en donde el resultado principal de la teoría de Modigliani y Miller es que 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.

### Estructura financiera óptima

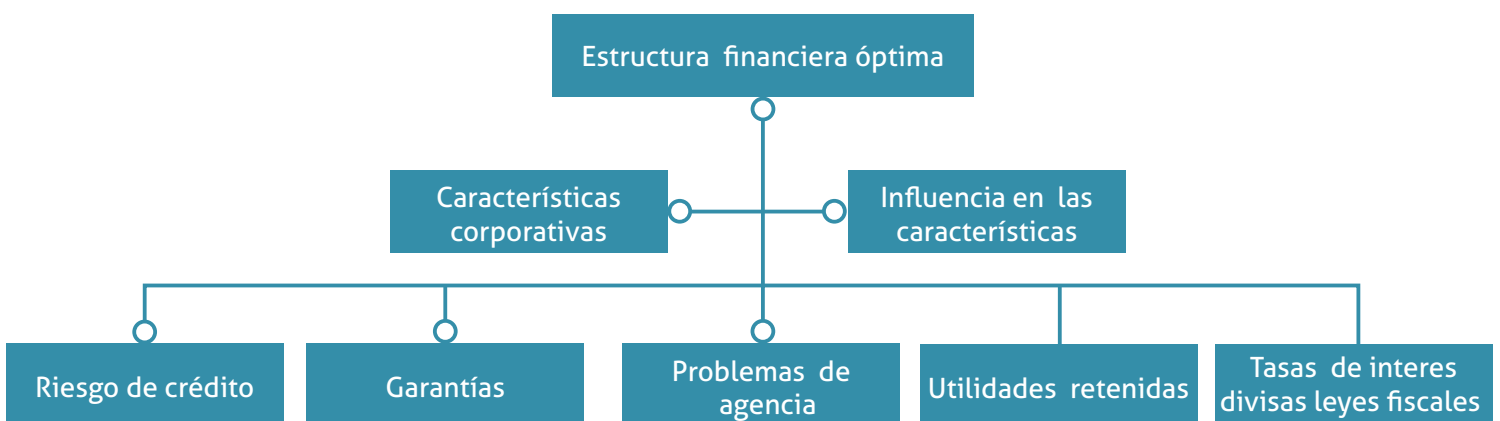


Figura 2  
Fuente: Propia.

La decisión de una estructura de capital de una empresa multinacional implica la opción de deuda compartida con el financiamiento con capital accionario en todas las filiales, por lo tanto, las EM reconocen la compensación entre el uso de la deuda y el capital accionario para financiar sus operaciones. Las ventajas de utilizar la deuda, contrario al capital accionario, varía de acuerdo a las características corporativas específicas para cada EM y para los países donde la EM ha establecido subsidiarias.

### **Características corporativas**

Estabilidad de los flujos de efectivo de una EM: hace que se pueda manejar mejor la deuda, porque hay un flujo fijo de entrada de efectivo para cubrir pagos de intereses periódicos, y es posible que las EM que se diversifican en varios países tengan flujos de efectivo más estables debido a las condiciones.

Riesgo de crédito de una EM: las EM con un riesgo crediticio más bajo tienen más acceso a un crédito y cualquier factor que influya en el riesgo crediticio puede afectar en la opción de una EM de utilizar una deuda comparada con capital accionario. Por ejemplo, si se considera que la administración de una EM es fuerte y competente, su riesgo crediticio es bajo, lo que permite que tenga un mayor acceso a la deuda, ya que la EM con activos que funcionan como garantía aceptable tienen mayor capacidad de obtener préstamos y quizá prefieran centrarse más en el financiamiento con deuda. Mientras que las EM con activos no comerciables tienen, una garantía menos aceptable y tal vez tengan que emplear una mayor proporción del financiamiento con capital accionario.

Acceso de la EM a las utilidades retenidas: se refiere a que las EM enfocadas en el crecimiento tienen una menor probabilidad de

financiar su expansión con utilidades retenidas y suelen depender del financiamiento con deuda, mientras que las EM con menos crecimiento necesitan menos financiamiento nuevo y quizá dependan de las utilidades retenidas (capital accionario) en vez de deuda.

Garantías de la EM sobre la deuda: si la matriz respalda la deuda de su subsidiaria, quizás aumente la capacidad de la subsidiaria para pedir préstamos. Por tanto, la subsidiaria podría necesitar menos financiamiento sobre el capital accionario. Sin embargo, al mismo tiempo, la capacidad para pedir préstamos de la matriz podría disminuir porque los acreedores estarán menos dispuestos a proveer fondos a la matriz si éstos se requirieran para rescatar a la subsidiaria.

Problemas de agencia de la EM, suceden cuando los inversionistas del país donde se encuentra la matriz no pueden supervisar una subsidiaria y aumentan los costos de agencia. Entonces la EM puede inducir a que la subsidiaria emita una acción en el mercado local en vez de una deuda, a fin de poder monitorear a los directivos. En este caso, la subsidiaria se denomina “de propiedad parcial” y no “de propiedad absoluta” de la matriz de la EM.

### **Influencia de las características del país**

Restricciones a las acciones en los países dueños: porque en algunos países, los gobiernos permiten que los inversionistas solo inviertan en acciones locales y cuando los inversionistas estén autorizados para invertir en otros países, es probable que no tengan la información completa acerca de las acciones de empresas fuera de su país de origen. Esto representa un obstáculo implícito para la inversión transfronteriza.

Tasas de interés en los países dueños: cuando hay barreras impuestas por el gobierno

sobre los flujos de capital, además del efecto potencialmente adverso del tipo de cambio, fiscal y del riesgo país, los fondos a préstamo no siempre fluyen donde más se necesitan. Por tanto, el precio de los fondos a préstamo (la tasa de interés) varía entre países. Es posible que las EM obtengan fondos a préstamo (deuda) a un costo relativamente bajo en países específicos, mientras el costo de la deuda en otros países puede ser muy alto.

**Fortaleza de las divisas de los países dueños:** a una EM le preocupa la debilidad potencial de las divisas en los países anfitriones de las subsidiarias, tal vez intente financiar una proporción grande de sus operaciones en el extranjero mediante préstamos de dichas divisas en vez de depender de los fondos de la matriz. Así, las subsidiarias transfieren una cantidad más baja de utilidades porque pagarán los intereses sobre la deuda local. Esta estrategia reduce la exposición de la EM al riesgo cambiario.

**Riesgo país en países dueños:** es la posibilidad de que el gobierno anfitrión bloquee temporalmente los fondos que se enviarán de la subsidiaria a la matriz. Es posible que las subsidiarias que no transfieran sus utilidades durante cierto tiempo prefieran usar el financiamiento con deuda local. Esta estrategia reduce la cantidad de fondos congelados porque la subsidiaria puede usar parte de los fondos para el pago de intereses sobre la deuda local.

**Leyes fiscales en los países dueños:** hace que las subsidiarias de una EM pueden estar sujetas a una retención fiscal cuando transfieren utilidades. Al usar el financiamiento con deuda local en vez de depender del financiamiento de la matriz, tendrá que hacer pagos de intereses sobre la deuda local y, por consiguiente, podrá disminuir la cantidad que se transfiera de forma periódica. Por lo tanto, es posible que con un mayor uso del financiamiento con deuda local disminuya la retención fiscal.

### Estructura financiera de las filiales extranjeras

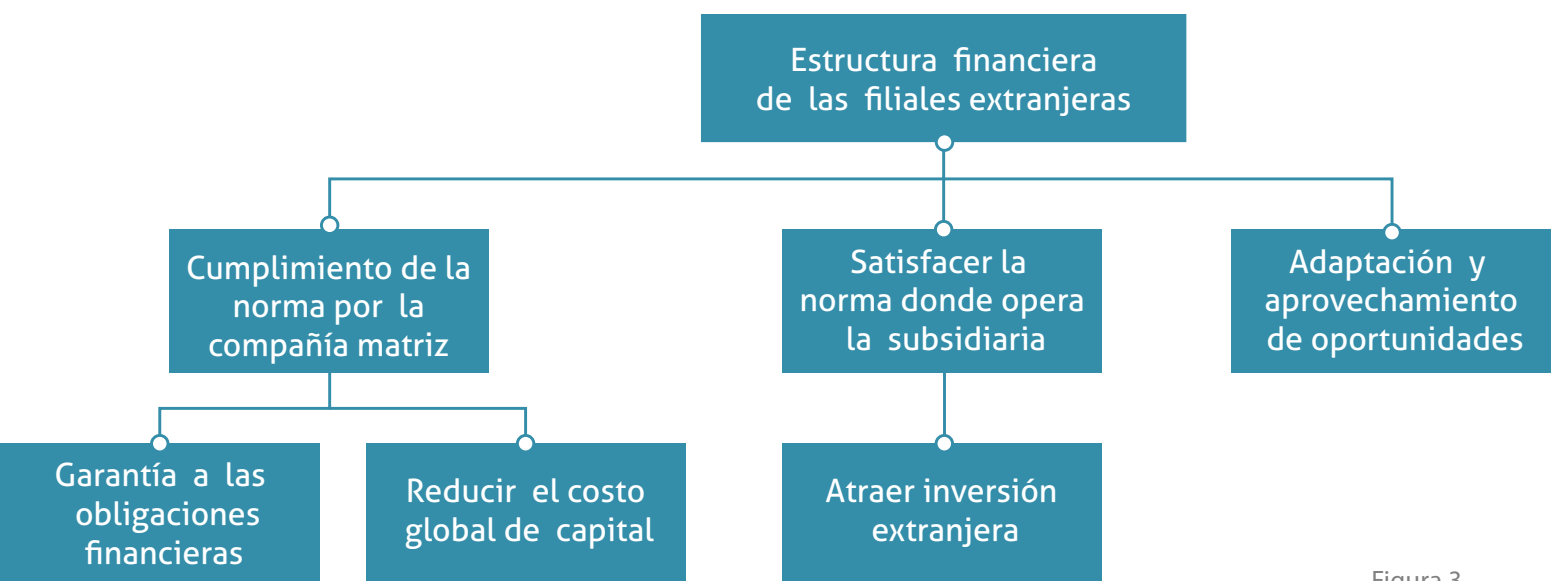


Figura 3  
Fuente: Propia.

Para el desarrollo de la administración financiera de las multinacionales, es fundamental la determinación de la estructura financiera de las subsidiarias en el extranjero, para ello los autores Lessard y Shapiro (1984) manifestaron tres formas de hacerlo: i) cumplimiento de la norma establecida por la compañía matriz, ii) satisfacer la norma del país donde opera la subsidiaria y iii) adaptación para el aprovechamiento de oportunidades para reducir impuestos, costos financieros y riesgos.

La asignación de un método depende de la compañía matriz ya que ella es la principal responsable en el aspecto legal y moral y así los acreedores estudiarán el estado financiero de la compañía matriz, no el de la subsidiaria. Aunque la estructura financiera de la filial cobra importancia sí la compañía matriz está dispuesta a que su subsidiaria incumpla o es difícil hacer valer en el extranjero la garantía que aquella ofrece respecto a las obligaciones financieras de la subsidiaria; entonces los acreedores potenciales analizan el estado financiero de la filial para determinar el riesgo de incumplimiento, por eso surge la necesidad de que la subsidiaria escoja su estructura financiera para que pueda atenuar dicho riesgo, junto con sus costos financieros.

Realmente la compañía matriz no puede permitir que la subsidiaria no pague sus deudas, ya que perjudica de alguna manera las operaciones en el ámbito mundial, acabaría con su reputación, acrecentaría su costo de capital y dificultaría emprender proyectos futuros en el país donde ocurra el incumplimiento.

Pero según los administradores financieros, no se puede considerar apropiado el primero ni el segundo método con que se deter-

mina la estructura financiera de la subsidiaria. El primero que se basa en reproducir la estructura financiera de la compañía matriz, no conlleva a reducir al mínimo el costo de capital global de la compañía matriz.

Para entender mejor se va a suponer que la filial puede obtener préstamos a una tasa subsidiada, porque el gobierno dueño desea atraer la inversión extranjera, entonces la subsidiaria debería conseguir préstamos y aprovechar la tasa de interés baja, aun cuando su razón de deuda supere la norma de la compañía matriz y en caso de juzgarlo necesario, esta puede limitarse a reducir su razón de deuda. Es decir, la distribución de la deuda entre la matriz y la filial se puede ajustar para aprovechar el financiamiento subsidiado.

El segundo método fue planteado por Stonehill y Stizel (1969), en el cual se adopta la norma local del financiamiento. En sí se puede relacionar con el dicho "Al país que fueres haz lo que vieres", es decir, que empresa podrá aminorar las probabilidades de ser objeto de críticas si obedece la norma local, pero es aplicable solo cuando la compañía matriz no asume la responsabilidad de las obligaciones de su subsidiaria y ésta tiene que depender del financiamiento local causado por la segmentación de los mercados.

Por ejemplo. Si se supone que las filiales acaten la norma local, que refleja el entorno cultural, económico e institucional del país dueño, entonces la estructura financiera mundial de la compañía matriz será determinada en forma residual, lo cual será una estructura óptima que reduzca al mínimo su costo global de capital. Asimismo, cuando la norma local refleja la naturaleza inmadura de los mercados financieros del país dueño,

una filial 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.

Lo anterior nos conduce al tercer método que es compatible con la meta de disminuir al mínimo el costo global del capital, donde la subsidiaria debería aprovechar en lo posible los préstamos subsidiados cuando estén disponibles, también tomar ventaja de las deducciones de impuestos en los intereses cuando los préstamos son más grandes de lo que indica la norma de la compañía matriz, cuando la tasa corporativa de impuestos sobre la renta sea mayor en el país dueño que en el país interno, salvo que le convenga más recurrir a los créditos fiscales de los extranjeros.

El riesgo país favorece al endeudamiento local sobre el financiamiento directo de la compañía matriz, la cual puede renunciar a la deuda local de su filial en caso de que se expropien los activos de ésta; y el riesgo de expropiación puede reducirse cuando la filial recibe financiamiento de acreedores y accionistas locales.

Se concluye que la empresa matriz responsable legal y moralmente de las obligaciones financieras de su filial, debe seleccionar la estructura financiera de ésta, teniendo en cuenta su estructura financiera global; por consiguiente la filial deberá aprovechar las oportunidades de financiamiento que ofrezca el país dueño, pues le permite contribuir a la meta de minimizar el costo de capital de la compañía matriz, y es necesario que ajuste su estructura financiera para obtener la estructura financiera global óptima.

## Mercado de deuda internacional

Subsidiaria aumente el financiamiento con deuda	Subsidiaria reduzca la deuda
Riesgo prima y riesgo cambiario	Financiamiento interno

Figura 4  
Fuente: Propia.



La decisión de una subsidiaria de financiarse con capital accionario interno por retener y reinvertir las utilidades, o con deuda afecta el grado de dependencia del financiamiento de la matriz y el volumen de fondos que puede transferir a esta.

### **Impacto de que la subsidiaria aumente el financiamiento con deuda**

Cuando las condiciones mundiales aumentan el financiamiento con deuda de una subsidiaria, genera reducción del monto de financiamiento interno con capital accionario que necesita la empresa. A medida que estos fondos adicionales se transfieren a la matriz, ésta tiene más fondos internos para el financiamiento, antes de recurrir al financiamiento externo.

Si se supone que las operaciones de la matriz absorben todos los fondos internos y requieren algún financiamiento con deuda, se producen efectos compensatorios sobre la estructura de capital de la subsidiaria y la matriz, entonces el mayor uso de financiamiento con deuda de parte de la subsidiaria se compensa con el menor financiamiento con deuda de la matriz. Sin embargo, el costo de capital para la EM pudo haber cambiado por dos causas:

1. La nueva composición del financiamiento con deuda hubiera incidido en los intereses que se cobran sobre la deuda.
2. Hubiera afectado a la exposición general de la EM al riesgo cambiario y, por tanto, influiría en la prima de riesgo de capital.

### **Impacto de que la subsidiaria reduzca el financiamiento con deuda**

Cuando las condiciones mundiales estimulan a una subsidiaria para que recurra

a menos financiamiento con deuda, dicha subsidiaria tendrá que recurrir a más financiamiento interno, lo que conlleva a que se transfiera menos fondos a la matriz, lo que reduce el volumen de fondos internos que tiene ésta, y si las operaciones de la matriz absorben todos los fondos internos y requieren algo de financiamiento con deuda, hay efectos compensatorios en la estructura de capital de la subsidiaria y la matriz.

Entonces el menor uso de financiamiento con deuda por parte de la subsidiaria se compensa con el mayor uso de aquélla por la matriz, como consecuencia el costo de capital puede variar aun si no cambia la estructura general de capital de la EM.

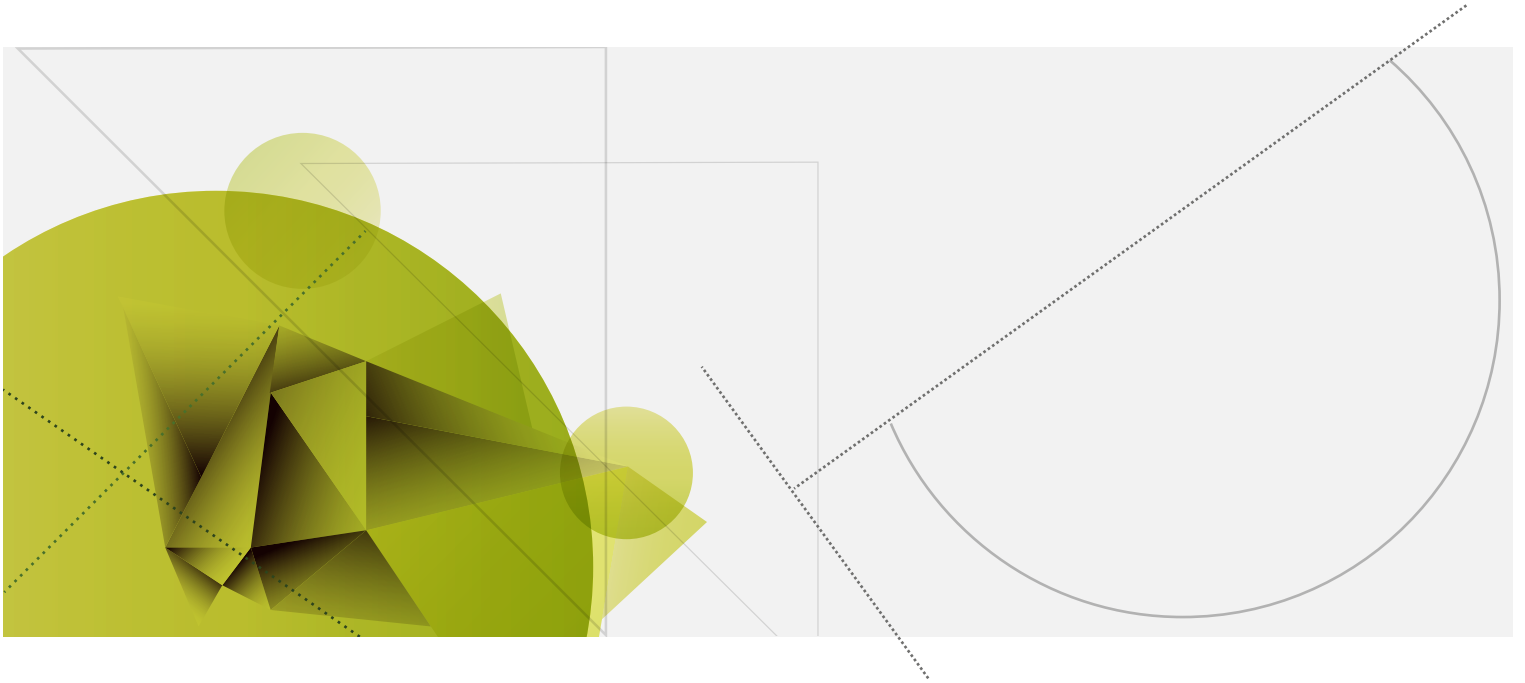
# Bibliografía

- Brealey, R. & Myers, S. (s.f.). Principios de finanzas corporativas, 8th edition. McGraw-Hill International.
- Buckley, A. (s.f.). Multinational Finance. Philip Allan.
- Eiteman, Stonehil & Lessard. (s.f.). Multinational business finance. (9th edition). Addison Wesley.
- Eun, C. & Resnick, B. (2004). International financial management. McGraw-Hill.
- Krugman, P. & Obstfeld, P. (2006). Economía internacional: Teoría y política. (7ma edición). Pearson.
- Mihir, D. (2006). International finance: A casebook. John Wiley & Sons.
- Mishkin, F. (2008). Moneda, banca y mercados financieros. Pearson. 8va edición, 2008.
- Moyer, C., McGuigan, J. & Kretlow, W. (2010). Administración financiera contemporánea. (9na edición). Cengage Learnig.
- Ramales, M. (s.f.). Economía internacional. Apuntes introductorios.
- Shapiro, A.C. (s.f.). Multinational Financial Management. (8th edition). Pub. John Wiley & Sons.
- Solnik, B. & McLeavey, D. (2003). International Investments. Addison Wesley.
- \_\_\_\_\_. (s.f.). International investments. (4th edition). Addison Wesley.
- Villareal, J. (Julio 2008). Administración financiera II.
- Bodie, Z., Kane, A. & Marcus, A.(s.f.). Investments. (7th edition). McGraw-Hill.

## ■ Web-grafía

- 
- The Financial Times: [www.ft.com](http://www.ft.com)
- The Motley Fool: [www.fool.com](http://www.fool.com)
- Yahoo Company Profile: <http://finance.yahoo.com>

Esta obra se terminó de editar en el mes de noviembre  
Tipografía Myriad Pro 12 puntos  
Bogotá D.C.,-Colombia.



**AREANDINA**  
Fundación Universitaria del Área Andina

MIEMBRO DE LA RED  
**ILUMNO**