

Contenido

PREFACIO A LA EDICIÓN EN ESPAÑOL xxvii

1. El mundo de las finanzas internacionales	1
¿QUÉ ES EXCEPCIONALMENTE INTERNACIONAL EN FINANZAS?	1
BENEFICIOS DEL ESTUDIO DE LAS FINANZAS INTERNACIONALES	1
LA CRECIENTE IMPORTANCIA DE LAS FINANZAS INTERNACIONALES	3
<i>Crecimiento del comercio internacional versus comercio nacional</i>	3
<i>Las recompensas del comercio internacional</i>	6
<i>Los riesgos del comercio internacional</i>	7
Anexo 1.1: Aspectos monetarios: experiencias corporativas	9
<i>Globalización creciente de los mercados financieros y de los mercados de activos reales</i>	9
Anexo 1.2: Introducción a la globalización	11
Anexo 1.3: El increíble interés en las inversiones internacionales	14
<i>Volatilidad creciente de los tipos de cambio</i>	15
<i>Importancia creciente de las corporaciones multinacionales y de las alianzas transnacionales</i>	17
TEMAS CUBIERTOS EN ESTE TEXTO	18
RESUMEN	22
PREGUNTAS DE REVISIÓN	22
PROBLEMAS	22
BIBLIOGRAFÍA	23
<i>Material complementario para casos prácticos</i>	23

Apéndice 1.1.	Ganancias provenientes del comercio de bienes y servicios: el principio de la ventaja comparativa	24
	GANANCIAS ADICIONALES PROVENIENTES DEL COMERCIO INTERNACIONAL	26
	ALGUNOS COSTOS DERIVADOS DEL COMERCIO INTERNACIONAL	27
Apéndice 1.2.	Ganancias provenientes del flujo internacional de capitales	28

Parte Uno

LOS MERCADOS DE CAMBIOS EXTRANJEROS

2.	Introducción al estudio de los tipos de cambio	35
	EL MERCADO DE BILLETES BANCARIOS DE PROCEDENCIA EXTRANJERA	35
	EL MERCADO DE CAMBIOS EXTRANJEROS AL CONTADO	38
	<i>Organización del mercado interbancario al contado</i>	38
	<i>Fechas de entrega y procedimientos del mercado al contado</i>	42
	Anexo 2.1: Fundamentos institucionales del mercado de cambios extranjeros	43
	<i>Liquidaciones bancarias vía CHIPS</i>	45
	<i>Tasas interbancarias al contado versus tasas al contado al menudeo</i>	46
	<i>Giros de clientes y transferencias telegráficas</i>	48
	<i>Convencionalismos conexos con las cotizaciones cambiarias al contado</i>	48
	Anexo 2.2: Una operación de intercambio en el mercado cambiario: una conversación entre hacedores de mercado en el mercado de cambios extranjeros	49
	INTERCAMBIOS DIRECTOS <i>VERSUS</i> INDIRECTOS Y TIPOS DE CAMBIO CRUZADOS	52
	<i>Intercambio indirecto y práctica de cotizaciones contra el dólar</i>	52
	<i>Costos de transacción cero en cambios extranjeros</i>	53
	<i>Costos de transacción distintos de cero en cambios extranjeros</i>	56
	RESUMEN	60
	PREGUNTAS DE REVISIÓN	61
	PROBLEMAS	61
	BIBLIOGRAFÍA	62

3. Mercado de cambios a plazo	63
¿QUÉ ES EL MERCADO DE CAMBIOS A PLAZO?	63
DESCUENTOS Y PRIMAS CAMBIARIAS A PLAZO	64
TASAS A PLAZO <i>VERSUS</i> TASAS AL CONTADO ESPERADAS A FUTURO	67
PERFILES DE RENTABILIDAD EN EL MERCADO CAMBIARIO A PLAZO	68
CONTRATOS DIRECTOS DEL MERCADO DE CAMBIOS A PLAZO Y <i>SWAPS</i>	71
<i>Significado de los contratos directos a plazo y de los swaps</i>	71
<i>Aplicaciones de los swaps</i>	71
FLEXIBILIDAD DEL MERCADO DE CAMBIOS A PLAZO	73
Anexo 3.1: Estructura del mercado a plazo	73
Anexo 3.2: Diferencias entre los contratos directos a plazo y <i>swaps</i>	74
COTIZACIONES A PLAZO	75
<i>Puntajes de los swaps y contratos directos a plazo</i>	75
<i>Diferenciales cambiarios a la compra y a la venta y vencimientos a plazo</i>	78
<i>Fechas de vencimiento y fechas de valor</i>	78
RESUMEN	79
PREGUNTAS DE REVISIÓN	80
PROBLEMAS	80
BIBLIOGRAFÍA	81
4. Futuros de divisas y mercados de opciones	82
FUTUROS MONETARIOS	82
<i>¿Qué es un futuro de divisas?</i>	82
<i>Ajuste de cuentas de margen: un ejemplo</i>	85
<i>Contratos de futuros versus contratos a plazo</i>	86
<i>Perfiles de rendimiento sobre los futuros de divisas</i>	89
<i>Vínculo entre los mercados de futuros y los mercados a plazo</i>	91
OPCIONES DE DIVISAS	92
<i>¿Qué es una opción de divisas?</i>	92
<i>Opciones negociadas en bolsa</i>	93
<i>Convencionalismos de cotizaciones y organización del mercado</i>	98
<i>Determinantes de los valores de mercado de las opciones de divisas</i>	99
<i>Opciones negociadas en el mercado de ventas sobre el mostrador (OTC)</i>	101
<i>Perfiles de rendimiento de las opciones de divisas</i>	102
Anexo 4.1: Marco de alternativas para la suscripción de opciones	103

ESTUDIO COMPARATIVO ENTRE EL MERCADO A FUTUROS, EL MERCADO A PLAZO Y EL MERCADO DE OPCIONES: UN RESUMEN	109
RESUMEN	110
PREGUNTAS DE REVISIÓN	111
PROBLEMAS	111
BIBLIOGRAFÍA	112

Parte Dos

DETERMINACIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO

5. Las cuentas de la balanza de pagos	115
LA BALANZA DE PAGOS COMO UN RÉCORD DE LA DEMANDA Y OFERTA DE DIVISAS	115
PRINCIPIOS QUE REGULAN LA CONTABILIDAD DE LA BALANZA DE PAGOS	116
PARTIDAS DE LA BALANZA DE PAGOS Y FACTORES QUE LAS AFECTAN	118
<i>Exportaciones de bienes, servicios e ingresos</i>	118
<i>Importaciones de bienes, servicios e ingresos</i>	121
<i>Transferencias unilaterales (neto)</i>	122
<i>Activos de Estados Unidos en el extranjero (neto)</i>	124
<i>Activos extranjeros invertidos en Estados Unidos (neto)</i>	127
<i>Asignación de derechos especiales de giro (SDRs)</i>	128
<i>Discrepancia estadística</i>	128
Anexo 5.1: ¿Comercio extraterrestre o éter? Dificultades inherentes a los datos en la balanza de pagos	129
IMPLICACIONES DE LA IDENTIDAD CONTABLE DE LA BALANZA DE PAGOS	130
<i>Interpretación de las cuentas con tasas fijas y tasas variables</i>	130
<i>Implicaciones a corto y a largo plazo de los desequilibrios de pagos</i>	132
<i>La empresa versus la economía: una analogía</i>	133
LA POSICIÓN NETA DE LA INVERSIÓN INTERNACIONAL	134
OBJETIVOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA	136
RESUMEN	139
PREGUNTAS DE REVISIÓN	140
PROBLEMAS	140
BIBLIOGRAFÍA	141

6. La perspectiva de la oferta y de la demanda en el contexto de los tipos de cambio	143
IMPORTACIONES, EXPORTACIONES Y TIPOS DE CAMBIO	144
<i>Derivación de una curva de oferta monetaria</i>	144
<i>Derivación de una curva de demanda de divisas</i>	146
FACTORES QUE AFECTAN A LOS TIPOS DE CAMBIO	147
<i>Términos de intercambio y volumen de comercio</i>	147
<i>Inflación</i>	148
<i>Comercio de servicios, flujos de ingresos y transferencias</i>	155
<i>Inversión extranjera</i>	157
ESTABILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO	157
<i>Condiciones requeridas para la inestabilidad</i>	157
<i>Tipos de cambio inestables y balanza comercial</i>	160
ELASTICIDAD DEL COMERCIO A CORTO PLAZO <i>VERSUS</i> ELASTICIDAD DEL COMERCIO A LARGO PLAZO Y LA CURVA J	161
RESUMEN	163
PREGUNTAS DE REVISIÓN	164
PROBLEMAS	165
BIBLIOGRAFÍA	165
Apéndice 6.1. La condición de estabilidad en los mercados cambiarios	166
7. Teorías modernas de los tipos de cambio*	169
TEORÍAS DE ACERVOS DE MONEDAS <i>VERSUS</i> TEORÍAS DE FLUJO EN EL CONTEXTO DE LOS TIPOS DE CAMBIO	169
LA TEORÍA MONETARIA DE LOS TIPOS DE CAMBIO	170
EL ENFOQUE DE LOS ACTIVOS PARA LOS TIPOS DE CAMBIO	174
EL ENFOQUE DEL PORTAFOLIO BALANCEADO PARA LOS TIPOS DE CAMBIO	175
TEORÍAS DE LA VOLATILIDAD DE LOS TIPOS DE CAMBIO	180
<i>La teoría de Dornbusch de los precios rígidos</i>	180
<i>Elasticidades variantes</i>	182
<i>Ajuste de inventarios de monedas y fluctuaciones en los flujos de divisas</i>	184
<i>Otras teorías acerca de los overshooting en los tipos de cambio</i>	185
RESUMEN	185
PREGUNTAS DE REVISIÓN	186
PROBLEMAS	186
BIBLIOGRAFÍA	186

* Este capítulo puede omitirse sin pérdida de la continuidad.

8. Sistemas alternativos de tipos de cambio	188
EL SISTEMA CLÁSICO DEL PATRÓN ORO	188
<i>El patrón oro y el arbitraje</i>	188
<i>Ajustes de precios bajo el patrón oro</i>	190
Anexo 8.1: El maravilloso mago de Oz: una alegoría monetaria	193
EL PATRÓN BRETTON WOODS Y EL PATRÓN DÓLAR	194
<i>La mecánica del sistema Bretton Woods</i>	194
<i>Ajustes de precios bajo el patrón de intercambio del oro y el patrón dólar</i>	196
EL SISTEMA MONETARIO EUROPEO (EMS)	199
<i>La estructura del EMS</i>	199
<i>Ajustes de precios bajo el EMS</i>	201
Anexo 8.2: Sopa de letras: ERM, EMS, ECU y todos los demás	202
SISTEMAS INTERMEDIOS (O HÍBRIDOS) DE TIPOS DE CAMBIO	203
<i>Flotación sucia</i>	203
<i>Banda de mayor amplitud</i>	203
<i>Fijación reptante (o deslizante)</i>	203
<i>Tasas mixtas fijas y variables</i>	205
<i>Intervención cooperativa en mercados desordenados</i>	205
ZONAS OBJETIVO	206
RESUMEN	210
PREGUNTAS DE REVISIÓN	211
PROBLEMAS	212
BIBLIOGRAFÍA	212
Apéndice 8.1. Resumen de los tipos de cambio y de las prácticas comerciales de los miembros del FMI	214
Apéndice 8.2. Otros mecanismos de ajuste automático de los tipos de cambio fijos	220
INGRESO NACIONAL	220
TASAS DE INTERÉS	222
Apéndice 8.3. Puntajes del oro	224
9. El sistema financiero internacional: pasado, presente y futuro	227
EL PASADO	227
<i>El patrón clásico del oro, 1870-1914</i>	227
<i>Tasas flexibles y controles, 1914-1944</i>	229

Anexo 9.1: Cómo ver el bosque a través de los árboles: la visión de Bretton Woods	230
<i>El periodo de tipos de cambio flexibles, 1973-1985</i>	235
Anexo 9.2: Bretton Woods se enfrenta al desafío	236
<i>La crisis de endeudamiento del Tercer Mundo, 1982-1989</i>	237
<i>Intervención cooperativa: la era de los convenios del Hotel Plaza, 1985 y años subsecuentes</i>	240
EL PRESENTE	241
EL FUTURO	242
<i>Cambios en el poder económico global</i>	242
Anexo 9.3: The Bank for International Settlements (Banco de Liquidaciones Internacionales)	244
<i>Desequilibrios comerciales</i>	245
<i>Perjuicios ambientales y finanzas internacionales</i>	246
<i>Grado de flexibilidad de los tipos de cambio: tipos de cambio fijos versus flexibles</i>	247
<i>Argumentos en favor de los tipos de cambio flexibles</i>	247
<i>Argumentos en contra de los tipos de cambio flexibles</i>	251
RESUMEN	255
PREGUNTAS DE REVISIÓN	256
PROBLEMAS	257
BIBLIOGRAFÍA	257

Parte Tres

LAS CONDICIONES FUNDAMENTALES DE LA PARIDAD INTERNACIONAL

10. El principio de la paridad del poder de compra	261
LA LEY DE UN SOLO PRECIO	261
LA FORMA ABSOLUTA DE LA CONDICIÓN DEL PPP	263
LA FORMA RELATIVA DEL PPP	264
UNA DERIVACIÓN ALTERNATIVA DEL PPP	266
EVIDENCIAS EMPÍRICAS SOBRE EL PPP	267
Anexo 10.1: Monedas del Índice Big Mac	268

Restricciones sobre el movimiento de bienes 273*Índices de precios y productos no comerciables* 274*Problemas estadísticos conexos con la evaluación del PPP* 274

RESUMEN

277

PREGUNTAS DE REVISIÓN

278

PROBLEMAS

278

BIBLIOGRAFÍA

279

11. Paridad del interés

281

LOS CRITERIOS DE INVERSIÓN Y DE SOLICITUD DE FONDOS EN PRÉSTAMO 282

Determinación de la divisa propia para una inversión 282*Un ejemplo: comparación de inversiones* 286*Determinación de la divisa en la que se deberán solicitar fondos en préstamo* 287*Solicitud de fondos en préstamo y realización de inversiones para la obtención de utilidades de arbitraje* 288

LA CONDICIÓN DE LA PARIDAD CUBIERTA DEL INTERÉS

289

Planteamiento matemático de la paridad del interés 289*Fuerzas de mercado que conducen a la paridad cubierta del interés: una presentación gráfica* 290

COMBINACIÓN DEL PPP Y DE LA PARIDAD DEL INTERÉS

294

La condición de la paridad del interés sin cobertura 294*La forma de las expectativas del PPP* 295*La interrelación de las condiciones de paridad* 295

¿POR QUÉ PERSISTEN LAS DIFERENCIAS EN EL INTERÉS CON COBERTURA? 297

Costos de las transacciones y paridad del interés 298*Riesgo político y paridad del interés* 307*Impuestos y paridad del interés* 308*Diferencias de liquidez y paridad del interés* 312*Efecto de las razones de la disparidad del interés sobre las decisiones de inversión y de solicitudes de préstamo* 313

RESUMEN

314

PREGUNTAS DE REVISIÓN

315

PROBLEMAS

316

BIBLIOGRAFÍA

317

Parte Cuatro
ADMINISTRACIÓN DE LA EXPOSICIÓN
Y RIESGO CAMBIARIOS

12. Exposición y riesgo cambiarios	321
NATURALEZA DEL RIESGO Y EXPOSICIÓN CAMBIARIA	321
<i>Definición del nivel de exposición cambiaria</i>	321
<i>La exposición cambiaria como la pendiente de una regresión</i>	322
<i>Estimación de la exposición cambiaria</i>	325
<i>Unidades de medición de la exposición cambiaria</i>	326
<i>La exposición cambiaria cuando los valores en moneda local varían con cambios no anticipados en los tipos de cambio</i>	327
<i>Nivel de exposición cambiaria contra múltiples tipos de cambio</i>	328
<i>El nivel de exposición sobre activos, pasivos e ingresos en operación "nacionales"</i>	329
<i>Dificultades de estimación</i>	330
<i>Definición del riesgo cambiario</i>	331
NIVEL DE EXPOSICIÓN, RIESGO CAMBIARIO Y RELACIONES DE PARIDAD	332
<i>Nivel de exposición, riesgo y paridad del interés</i>	332
<i>Nivel de exposición, riesgo y PPP</i>	333
Anexo 12.1: Horizontes de tiempo y coberturas cambiarias	336
Anexo 12.2: Volar alto: El riesgo y la exposición en American Airlines	338
RESUMEN	341
PREGUNTAS DE REVISIÓN	342
PROBLEMAS	342
BIBLIOGRAFÍA	343
Apéndice 12.1. La medición estadística del riesgo y del nivel de exposición de los tipos de cambio	344
13. El nivel de exposición contable versus el nivel de exposición real*	346
PRINCIPIOS CONTABLES	346
Anexo 13.1: Forma de traducir los lenguajes de los contadores y de los economistas	348
Anexo 13.2: De las tasas históricas a las tasas reales: fundamento para la adopción de un cambio de enfoque	350

* Este capítulo puede omitirse sin pérdida de la continuidad.

<i>Definición de la variación real en el tipo de cambio</i>	350
<i>Activos y pasivos financieros y variaciones reales en los tipos de cambio</i>	351
<i>Activos y pasivos financieros y cuentas financieras: aprendizaje a través de un ejemplo</i>	353
<i>Activos fijos y cambios reales en los tipos de cambio</i>	355
<i>Activos fijos y cuentas financieras: aprendizaje a través de un ejemplo</i>	356
<i>La importancia del nivel de exposición por conversión</i>	359
RESUMEN	359
PREGUNTAS DE REVISIÓN	360
PROBLEMAS	360
BIBLIOGRAFÍA	361
14. Exposición operativa	362
EL EXPORTADOR	363
<i>Mercados competitivos a corto plazo</i>	363
<i>Efectos a largo plazo: insumos comerciables</i>	367
<i>Competencia imperfecta</i>	370
<i>Análisis en unidades de monedas extranjeras</i>	373
EL IMPORTADOR	376
<i>Análisis en unidades de moneda nacional</i>	377
<i>Análisis en unidades de moneda extranjera</i>	379
<i>Insumos comerciables</i>	380
RESUMEN DE LOS EFECTOS DE LOS TIPOS DE CAMBIO SOBRE LOS EXPORTADORES Y SOBRE LOS IMPORTADORES	381
EFFECTOS RESULTANTES DE LAS FACTURACIONES EN DIVERSOS TIPOS DE DIVISAS Y COBERTURAS CAMBIARIAS A PLAZO	382
<i>El exportador con insumos sujetos a exposición cambiaria</i>	383
<i>El exportador con cuentas por cobrar sujetas a exposición cambiaria</i>	385
<i>El importador</i>	385
<i>Un recordatorio: importancia de la periodicidad</i>	386
<i>Un ejemplo: diferentes niveles de exposición cambiaria de Aviva</i>	386
Anexo 14.1: Una solución práctica para la estimación del nivel de exposición operativa	387
RESUMEN	388
PREGUNTAS DE REVISIÓN	389

PROBLEMAS	390	xix
BIBLIOGRAFÍA	391	<i>Contenido</i>
Apéndice 14.1. Los tipos de cambio y los importadores y exportadores. Un tratamiento matemático	392	
EL EXPORTADOR	392	
<i>Efectos resultantes en términos de moneda nacional (dólares)</i>	392	
<i>Efectos resultantes en términos de moneda extranjera (libras esterlinas)</i>	394	
EL IMPORTADOR	395	
<i>Efectos resultantes en términos de moneda nacional (dólares)</i>	395	
<i>Efectos resultantes en términos de moneda extranjera (libras esterlinas)</i>	397	
15. Cobertura de riesgos y exposición cambiaria	398	
CONTRATAR O NO UNA COBERTURA CAMBIARIA:		
COBERTURA DE LOS ADMINISTRADORES <i>VERSUS</i> COBERTURA DE LOS ACCIONISTAS	398	
Anexo 15.1: La decisión de contratar o no una cobertura cambiaria: los motivos de Merck	400	
COBERTURA DE LAS CUENTAS POR COBRAR Y DE LAS CUENTAS POR PAGAR	402	
<i>La fuente del riesgo y de la exposición cambiaria para importadores y exportadores</i>	402	
<i>La cobertura cambiaria por medio del mercado a plazo</i>	402	
Anexo 15.2: Distintas alternativas de las corporaciones en lo tocante a coberturas cambiarias	404	
<i>Cobertura cambiaria a través del mercado de futuros</i>	408	
<i>Cobertura cambiaria a través del mercado de opciones</i>	409	
<i>Cobertura cambiaria a través de la solicitud y la concesión de préstamos: swaps</i>	411	
<i>Cobertura cambiaria a través de la moneda seleccionada para la facturación</i>	414	
<i>Cobertura cambiaria a través del uso de divisas mixtas para la facturación</i>	415	
<i>Cobertura cambiaria a través de la selección del país abastecedor: elección de la fuente</i>	416	
UN ENFOQUE DE INGENIERÍA FINANCIERA: PERFILES DE RENDIMIENTO RESULTANTES DE DIFERENTES TÉCNICAS DE COBERTURA CAMBIARIA	416	